



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2024



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunktorentwicklung	13
3 Preise und Kosten	21
4 Finanzmarktentwicklungen	28
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	32
Kästen	43
1 Geopolitik und Handel im Euroraum und in den Vereinigten Staaten: Verringerung der Importrisiken?	43
2 Aktuelle länderspezifische und sektorale Entwicklungen der Arbeitsproduktivität im Euroraum	48
3 Analyse der jüngsten Umfragen zur Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euroraum im Jahr 2024	53
4 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	59
5 Inflationsunterschiede und ihre Entwicklung im Euroraum	64
6 Verkaufspreiserwartungen im Dienstleistungssektor: Welche Hinweise liefern sie zum Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe?	71
7 Die Kapitalrendite und ihre maßgeblichen Einflussfaktoren in jüngerer Zeit	76
8 Projektionen zu alterungsbedingten Staatsausgaben – neue Erkenntnisse aus dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024	81
Aufsätze	87
1 Entwicklung des chinesischen Wachstumsmodells: Herausforderungen und langfristige Wachstumsaussichten	87
2 Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte im Euroraum	112
3 Analyse der empirischen Prognosegüte der Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems seit dem Jahr 2000	136
Statistik	155

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 18. Juli 2024, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die aktuellen Daten stützen weitgehend seine bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Zwar stiegen einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Mai aufgrund von einmaligen Faktoren leicht an, doch blieben die meisten Messgrößen im Juni konstant oder gingen etwas zurück. Die inflationären Auswirkungen des starken Lohnwachstums wurden den Erwartungen entsprechend durch Gewinne abgefedert. Die Geldpolitik sorgt dafür, dass die Finanzierungsbedingungen restriktiv bleiben. Zugleich ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck weiterhin hoch, der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen ist erhöht und die Gesamtinflation dürfte bis weit ins nächste Jahr über dem Zielwert bleiben.

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

Konjunkturentwicklung

Die aktuellen Daten deuten darauf hin, dass die Wirtschaft des Euroraums im zweiten Quartal gewachsen ist, wahrscheinlich jedoch langsamer als im ersten Quartal. Die Erholung wird nach wie vor hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen, während die Industrieproduktion und die Warenexporte schwach ausgefallen sind. Die Investitionsindikatoren weisen vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit auf ein verhaltenes Wachstum im Jahr 2024 hin. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Erholung durch den Konsum gestützt werden. Dies ist auf einen Anstieg der Realeinkommen zurückzuführen, der wiederum einer niedrigeren Inflation und höheren Nominallöhnen zuzuschreiben ist. Darüber hinaus dürften die Exporte im Zuge einer wachsenden globalen Nachfrage anziehen. Überdies sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

Der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust. Die Arbeitslosenquote lag im Mai unverändert bei 6,4 % und blieb damit auf ihrem niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro.

Die Beschäftigung, die im ersten Quartal um 0,3 % stieg, wurde durch eine weitere, ebenso starke Zunahme der Erwerbsbevölkerung gestützt. Im zweiten Quartal dürften – vor allem im Dienstleistungssektor – mehr Arbeitsplätze geschaffen worden sein. Ausgehend von einem hohen Stand reduzieren die Unternehmen nach und nach die Zahl ihrer Stellenausschreibungen.

Nationale finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf abzielen, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken. Dies würde dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu steigern und den Preisdruck auf mittlere Sicht zu senken. Eine effektive, rasche und vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“, Fortschritte auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion und zur Vollendung der Bankenunion sowie eine Stärkung des Binnenmarkts sind wichtige Faktoren, die Innovationen fördern und zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel führen würden. Der EZB-Rat begrüßt die jüngsten Leitlinien der Europäischen Kommission, in denen die EU-Mitgliedstaaten aufgefordert werden, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu stärken, sowie die Stellungnahme der Euro-Gruppe zum finanzpolitischen Kurs für den Euroraum im Jahr 2025. Eine vollständige und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU wird die Regierungen darin unterstützen, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken.

Inflation

Die jährliche Teuerungsrate sank von 2,6 % im Mai auf 2,5 % im Juni. Die Nahrungsmittelpreise stiegen im Juni um 2,4 % und somit um 0,2 Prozentpunkte weniger als im Mai. Die Energiepreise veränderten sich hingegen kaum. Der Preisauftrieb sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen war im Juni unverändert und lag bei 0,7 % bzw. 4,1 %. Zwar stiegen einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Mai aufgrund von einmaligen Faktoren leicht an, doch blieben die meisten Messgrößen im Juni konstant oder gingen leicht zurück.

Die Binneninflation ist weiterhin hoch. Die Löhne steigen immer noch in einem erhöhten Tempo, wodurch die zurückliegende Phase hoher Inflationsraten ausgeglichen wird. Neben einer schwachen Produktivität haben höhere Nominallöhne zu einem stärkeren Wachstum der Lohnstückkosten beigetragen, wenngleich sich dieses im ersten Quartal 2024 etwas verlangsamt hat. Das Wachstum der Arbeitskosten dürfte auf kurze Sicht erhöht bleiben, da die Lohnanpassungen stufenweise erfolgen und Einmalzahlungen einen erheblichen Beitrag zum Anstieg der Arbeitskosten leisten. Zugleich entsprachen die aktuellen Daten zum Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer den Erwartungen, und die jüngsten Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass sich das Lohnwachstum im Lauf des nächsten Jahres abschwächen wird. Außerdem schrumpften die Gewinne im ersten Quartal, was dazu beitrug, die inflationäre Wirkung höherer Lohnstückkosten auszugleichen. Darüber hinaus deuten Umfrageergebnisse darauf hin, dass die Gewinne auf kurze Sicht gedämpft bleiben dürften.

Es wird erwartet, dass die Inflation für den Rest des Jahres um das aktuelle Niveau herum schwankt. Dies ist teilweise auf energiepreisbedingte Basiseffekte zurückzuführen. In der zweiten Hälfte des nächsten Jahres dürfte sie in Richtung des Zielwerts zurückgehen. Ursächlich dafür sind das schwächere Wachstum der Arbeitskosten, die Wirkung der restriktiven Geldpolitik des EZB-Rats sowie die nachlassenden Folgen des zurückliegenden Inflationsschubs. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weitgehend unverändert geblieben und liegen zumeist bei rund 2 %.

Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind abwärtsgerichtet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine Verschärfung der Handelsspannungen zwischen den 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 an Zuversicht verlieren, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Sollte die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten 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 des zunehmenden Vertrauens und der steigenden Realeinkommen stärker anziehen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wächst als angenommen.

Die Inflation könnte höher ausfallen als zuvor vermutet, 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 ganz allgemein zu einem Anstieg der Nahrungsmittelpreise führen. Die Teuerung könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Senkung der Leitzinsen im Juni hat reibungslos auf die Geldmarktzinsen durchgewirkt. Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen wiesen hingegen eine gewisse Volatilität auf. Die Finanzierungskosten bleiben restriktiv, da die früheren Leitzinserhöhungen weiterhin über den geldpolitischen Transmissionskanal wirken. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite verringerte sich im Mai leicht auf 5,1 %. Die durchschnittlichen Zinsen für Immobilienkredite lagen dagegen unverändert bei 3,8 %.

Die Kreditrichtlinien bleiben restriktiv. Laut den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2024 verschärfen sich die Kreditrichtlinien für

Unternehmenskredite im zweiten Quartal geringfügig, wohingegen die Richtlinien für Immobilienkredite moderat gelockert wurden. Die Kreditnachfrage der Unternehmen ging leicht zurück, während die Nachfrage privater Haushalte nach Immobilienkrediten zum ersten Mal seit Anfang 2022 stieg.

Insgesamt ist die Kreditentwicklung weiterhin gedämpft. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte lag im Mai bei 0,3 % und war damit nur marginal höher als im Vormonat. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 stieg auf Jahressicht von 1,3 % im April auf 1,6 % im Mai.

Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden unverändert bei 4,25 %, 4,50 % bzw. 3,75 % belassen.

Die Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr wieder anlegt.

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. €. Es ist geplant, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP zum Jahresende 2024 einzustellen.

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

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

Fazit

Auf seiner Sitzung am 18. Juli 2024 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Er 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. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats darauf basieren, wie er die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen

Transmission beurteilt. Der EZB-Rat 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

Die globale Wirtschaftstätigkeit und der internationale Handel haben im zweiten Quartal 2024 weiter kontinuierlich zugelegt. Umfragedaten deuten darauf hin, dass die Weltwirtschaft in eine Phase der Lageraufstockung eintreten wird, die dem Handel in der kommenden Zeit Auftrieb verleihen dürfte. Die Inflation schwächt sich zwar nach wie vor ab, doch der Druck auf die Dienstleistungspreise ist beharrlich.

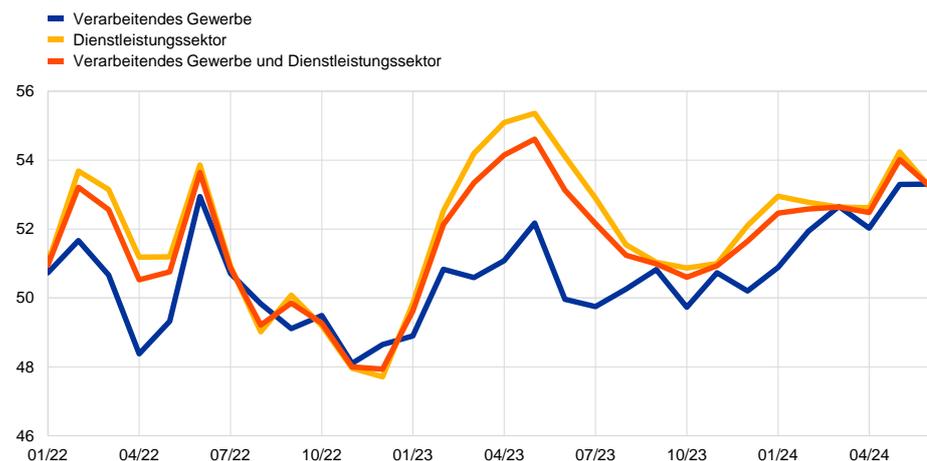
Die Weltwirtschaft (ohne den Euroraum) setzt ihren steten Aufwärtstrend fort.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor hielt sich auch im Juni im expansiven Bereich (siehe Abbildung 1). Der Gesamtindex sank leicht von 54,0 Punkten im Mai auf 53,2 Punkte im Juni und lag damit näher an seinem langfristigen Durchschnitt. Dies ist auf eine geringere Aktivität im Dienstleistungssektor zurückzuführen, während die Produktion im verarbeitenden Gewerbe zugleich unverändert war. Die schwächere Entwicklung der Dienstleistungen war in den meisten wichtigen Volkswirtschaften – und insbesondere in China – zu beobachten, wobei aber nach wie vor ein Wachstum verzeichnet wurde. Das Nowcasting-Modell der EZB für das Weltwirtschaftswachstum bestätigt, dass die Wirtschaft auf globaler Ebene weiter expandiert. Diese Einschätzung stützt sich zwar hauptsächlich auf weiche Daten, doch wird sie auch zunehmend durch harte Daten untermauert. Unter dem Strich lässt dies darauf schließen, dass sich das globale Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 2024 weiterhin kontinuierlich erhöht hat.

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 Juni 2024.

Der internationale Handel hat sich zu Jahresbeginn wieder belebt und dürfte – getragen von der jüngsten Wende im Lagerzyklus – weiter wachsen. Die harten Daten bestätigten die erwartete Erholung von den schwachen Handelsergebnissen des vergangenen Jahres. So fiel das globale Importwachstum im ersten

Quartal 2024 um 0,6 % höher aus als im Vorquartal. Auf kurze Sicht deuten positivere Daten zur Industrieproduktion auf eine weitere Steigerung des Handelswachstums hin. Auch die jüngste Wende im globalen Lagerzyklus ist dem Handel zugutegekommen. Im zweiten Halbjahr 2023 ging der Aufbau der Lagerbestände deutlich zurück und sank sogar in den negativen Bereich. Dies zeigt, dass die steigende Nachfrage teilweise durch eine Abschmelzung der Vorratsbestände gedeckt wurde. Angesichts der anhaltenden Zunahme der Auftragseingänge im laufenden Jahr deuten die Umfrageergebnisse auf eine Aufstockung der Lagerbestände hin. Tatsächlich sind die EMI-Daten für die Lagerbestände auf globaler Ebene rascher gestiegen als die Messgrößen des Auftragseingangs. Dies lässt den Schluss zu, dass die Weltwirtschaft möglicherweise in eine Phase der Lageraufstockung eintritt, was dem Handel im weiteren Verlauf Auftrieb verleihen könnte.¹

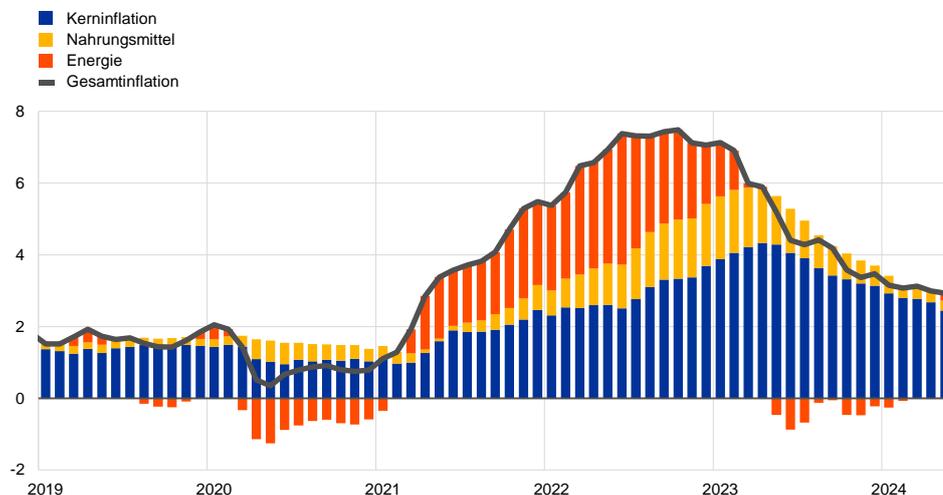
Die Teuerung in den OECD-Ländern schwächt sich zwar weiter ab, doch der Druck auf die Dienstleistungspreise ist beharrlich. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) verringerte sich im Mai geringfügig auf 2,9 %, verglichen mit 3,0 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Ohne Energie und Nahrungsmittel verlangsamte sich die OECD-Kerninflation unterdessen weiter auf 3,2 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im April. Sinkende Warenpreise und geringere Anstiege bei den sonstigen Dienstleistungskomponenten mindern den Preisauftrieb in den Industrieländern. Bei den personalintensiven Tätigkeiten im Restaurant- und Hotelgewerbe, in den Bereichen Freizeit und Kultur sowie im Gesundheitswesen ist die Inflation allerdings nach wie vor erhöht und bewegt sich nur schleppend in Richtung der durchschnittlichen Vorpandemiewerte. Dies weist darauf hin, dass der Lohnzuwachs bei zugleich angespannter Arbeitsmarktlage in vielen Ländern hoch bleibt. Darüber hinaus ist der Preisauftrieb bei Mieten immer noch erhöht und liegt häufig deutlich über dem Vorpandemieniveau. Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass die VPI-Gesamtteuerungsrate nur schrittweise weiter zurückgehen wird.

¹ In Kasten 1 dieses Wirtschaftsberichts wird auf der Grundlage granularer Daten auf der Produktebene erörtert, ob und wie der Euroraum und die Vereinigten Staaten ihre Importstrategien seit 2016 verändert haben, welche Rolle geopolitische Spannungen dabei spielten und welche Auswirkungen dies möglicherweise auf die Importpreise hat.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

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

Angesichts eines erwarteten knapperen Angebots und steigender

geopolitischer Bedenken sind die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent seit der letzten Sitzung des EZB-Rats um rund 11 % gestiegen.

Die Ölpreise zogen deutlich an, nachdem seitens der OPEC+ klargestellt worden war, das bei der Juni-Sitzung angekündigte Auslaufen der freiwilligen Produktionskürzungen sei von den herrschenden Marktbedingungen abhängig. Damit wurde die Möglichkeit vermittelt, dass die Angebotsbedingungen restriktiver ausfallen könnten als zunächst angenommen. Bedenken wegen potenzieller Lieferstörungen wurden durch geopolitische Spannungen, darunter erneute Befürchtungen hinsichtlich einer Zuspitzung des Konflikts mit der Hisbollah im Libanon, Drohnenangriffe der Ukraine auf russische Ölanlagen und Huthi-Angriffe auf Handelsschiffe im Roten Meer, noch verstärkt, was die Ölpreise stützte. Die europäischen Gaspreise gingen um 5,5 % zurück, obwohl Lieferausfälle in Norwegen die Marktvolatilität erhöhten. Insgesamt scheint sich die Volatilität am Gasmarkt allmählich auf den historischen Durchschnittswerten zu stabilisieren, da es Europa gelungen ist, sich Lieferungen aus alternativen Quellen zu sichern, und die Gasspeicher nach wie vor gut gefüllt sind. Den Erwartungen zufolge werden die Sanktionen der EU, die den Reexport von russischem Flüssiggas über europäische Häfen untersagen, geringe Auswirkungen auf den Gasmarkt haben, da sie die EU-Importe nicht unmittelbar betreffen und Umladungen russischer Lieferungen einen relativ geringen Umfang haben. Die Metallnotierungen sind geringfügig gesunken, während die Nahrungsmittelpreise um rund 7 % zurückgingen. Letzteres war durch positive Meldungen zur Weizenernte und eine anhaltende Verringerung der Kakaopreise bedingt.

In den Vereinigten Staaten hat sich sowohl die Konjunktur- als auch die Inflationsdynamik abgeschwächt.

Die realen Konsumausgaben für das erste Quartal 2024 wurden nach unten revidiert, und die aktuellen Monatsdaten lassen darauf schließen, dass das Konsumwachstum im zweiten Quartal ebenso verhalten

ausfallen könnte. Gegenüber dem im zweiten Halbjahr 2023 verzeichneten Anstieg stellt dies eine deutliche Verlangsamung dar. Außerdem wurden im Juni nur 206 000 neue Stellen (ohne Landwirtschaft) geschaffen, was im zweiten Quartal zu einer deutlich schwächeren Entwicklung als im Vorquartal führte. Dies bestätigt, dass sich der Arbeitsmarkt in den USA abkühlt. Im Vergleich zum Höchststand vom März 2022 wies der durchschnittliche Stundenlohn ebenfalls eine wesentlich geringere Zuwachsrate auf. Mit einem Wert von 3,9 % ist sie laut Aussagen der Federal Reserve aber immer noch nicht mit dem Inflationsziel von 2 % vereinbar. Die jährliche am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate fiel im Juni auf 3,0 %, und die Kernrate verringerte sich leicht auf 3,3 %. Die Inflationsdynamik schwächte sich ebenfalls ab, was vor allem für die Dienstleistungspreise ohne Mieten gilt, die noch zu Jahresbeginn eine wichtige Triebfeder der hohen Inflation gewesen waren. Auf seiner Juni-Sitzung beließ der Offenmarktausschuss der Federal Reserve die Bandbreite für den Leitzins unverändert bei 5,25 % bis 5,5 %. In seinen Projektionen zur Wirtschaftsentwicklung vom Juni behielt der Ausschuss zugleich den Ausblick einer allmählichen Verlangsamung des BIP-Wachstums bei. Die Projektionen zur Gesamtinflation und zur Kerninflation hob er indes für 2024 und 2025 geringfügig an. Davon unberührt blieb seine Erwartung, das Inflationsziel bis Ende 2026 zu erreichen.

In China nimmt das Wirtschaftswachstum ab, da die zugrunde liegenden Schwächen anhalten. Das vierteljährliche 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 Fiskalimpulse des Ende 2023 aufgelegten Konjunkturprogramms nachließen. Das Ergebnis lag etwas unter den Erwartungen gemäß Marktkonsens. Im Vorjahresvergleich verringerte sich das BIP-Wachstum von 5,3 % im ersten auf 4,7 % zweiten Quartal 2024. Zudem wiesen die monatlichen Konjunkturindikatoren für Juni einen Einbruch der Einzelhandelsumsätze und eine weitere Abnahme der Industrieproduktion aus. Beides deutet auf eine anhaltende Verringerung der Wachstumsdynamik Ende des zweiten Quartals hin. Lediglich von den Exporten gingen nach wie vor Wachstumsimpulse aus. Dies legt nahe, dass sich der Einfluss der vorgeschlagenen EU-Zölle auf die Ausfuhren Chinas in Grenzen halten wird. Ein neues Maßnahmenpaket zur Unterstützung des Wohnimmobilienmarkts markiert eine politische Kehrtwende, wenngleich Auswirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung im Immobiliensektor bislang noch nicht erkennbar sind. Für die kommende Zeit ist davon auszugehen, dass der Immobilienmarkt das Wachstum auch weiterhin belasten wird. Mögliche Aufwärtsrisiken können indes aus den neuen politischen Maßnahmen resultieren.

Das Wachstum im Vereinigten Königreich hat sich wieder beschleunigt, während die Teuerungsrate auf 2 % gesunken ist. Nach einer Stagnation im April erhöhte sich das Wirtschaftswachstum im Mai verglichen mit dem Vormonat um 0,4 %. Im Dienstleistungssektor war das Wachstum besonders kräftig, wenngleich auch die Industrieproduktion und das Baugewerbe expandierten. Der Konsum kann sich ungeachtet der anhaltend restriktiven geldpolitischen Bedingungen im Großen und Ganzen behaupten. Die VPI-Gesamtinflation ging im Mai auf 2,0 % zurück. Die Energiepreise üben nach wie vor einen Abwärtsdruck auf die Teuerung aus, doch da

im zweiten Halbjahr Basiseffekte auslaufen, wird die Gesamtinflation den Erwartungen zufolge wieder steigen. Die Inflation im Dienstleistungsgewerbe ist immer noch hoch und hält sich hartnäckig. Entgegen den Erwartungen hat sich die Dynamik der Dienstleistungspreise und Löhne zuletzt wieder verstärkt. Dies dürfte unter anderem der Erhöhung der nationalen Mindestlöhne im April und der konjunkturellen Widerstandsfähigkeit zuzuschreiben sein. Die beharrliche Teuerung im Bereich der Dienstleistungen war einer der Gründe dafür, dass die Bank of England bei der Sitzung ihres geldpolitischen Ausschusses im Juni weiterhin vorsichtig agierte und den Leitzins bei 5,25 % beließ.

2 Konjunktorentwicklung

Das reale BIP erhöhte sich im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem die Wirtschaftstätigkeit zuvor fünf Quartale weitgehend stagniert hatte. Dieser Anstieg ging in erster Linie von den Dienstleistungen aus, während die Wertschöpfung in der Industrie rückläufig war. Aktuelle Indikatoren, darunter auch aus Umfragen abgeleitete Hinweise, deuten darauf hin, dass sich die vom Dienstleistungssektor getragene Expansion im zweiten Quartal fortgesetzt hat. Angesichts der bis Mai schwachen Daten zur Industrieproduktion dürfte das verarbeitende Gewerbe das Wachstum weiterhin gebremst haben. Die Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass die Produktion in der Industrie fragil bleibt, weil sie der immer noch restriktiven Geldpolitik und der weltweiten Unsicherheit stärker ausgesetzt ist. Insgesamt dürfte sich die Wirtschaft des Euroraums im Laufe des Jahres weiter beleben. Gestützt wird die Erholung dabei vor allem durch den Konsum, was auf einen Anstieg der Realeinkommen zurückzuführen ist. Ursächlich dafür sind wiederum eine niedrigere Inflation und höhere Nominallöhne. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Exporte in den kommenden Quartalen von der Verbesserung der weltweiten Nachfrage profitieren. Dabei stellen die Herausforderungen im Bereich der internationalen Wettbewerbsfähigkeit jedoch ein potenzielles Abwärtsrisiko dar. Zudem sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

Das reale BIP erhöhte sich im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Während der Außenhandel einen positiven Wachstumsbeitrag leistete, gingen von der Binnennachfrage und den Vorratsveränderungen negative Wachstumsimpulse aus (siehe Abbildung 3). Unter Ausschluss des starken Rückgangs der Investitionen ohne Bau in Irland ergab sich den Schätzungen zufolge ein geringfügig positiver Beitrag der Binnennachfrage. Die Erholung der Konjunktur beruhte vor allem auf der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor.

Im zweiten Quartal ist die Wirtschaftstätigkeit ähnlich stark gestiegen.² Die aktuellen Daten deuten darauf hin, dass das Wachstum des realen BIP auch im zweiten Quartal hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen worden sein dürfte. Die Industrieproduktion verringerte sich im Mai spürbar. In den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals blieb sie gegenüber dem ersten Quartal unverändert. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im zweiten Quartal auf 51,6 Punkte, verglichen mit 49,2 Punkten im ersten Quartal. Der Index zeigt somit eine Expansion an und hat seine Ende 2023 begonnene Aufwärtsbewegung fortgesetzt. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so lag der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im zweiten Quartal weiterhin im kontraktiven Bereich. Die Daten für Juni zeigen, dass die im April und Mai erzielten Anstiege neutralisiert wurden. Die EMIs für den Auftragseingang insgesamt und für den Auftragseingang im Exportgeschäft entwickelten sich ähnlich schwach (siehe Abbildung 4, Grafik a). Als stärker

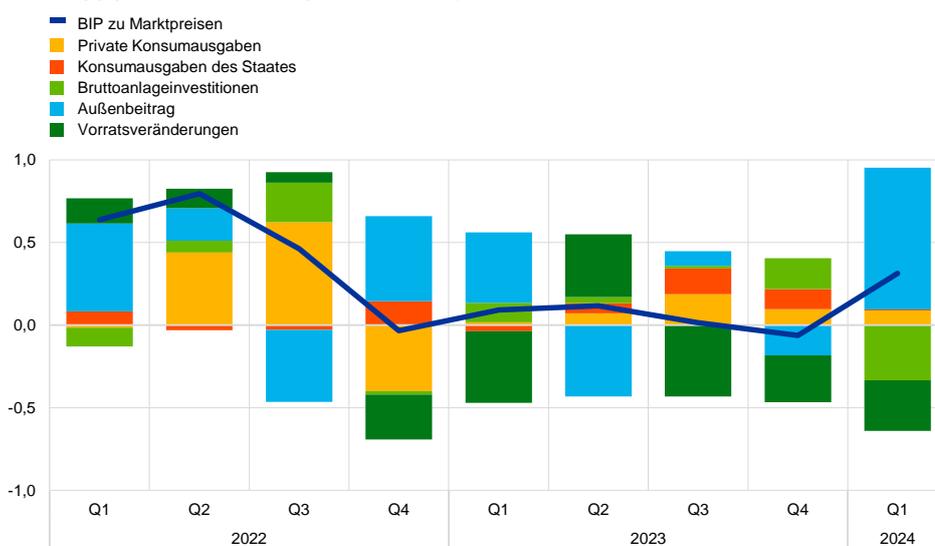
² Der am 30. Juli veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im zweiten Quartal 2024 um 0,3 %. Diese Schätzung lag zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Juli noch nicht vor.

zukunftsgerichtete Indizes lassen sie darauf schließen, dass die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe auch im dritten Quartal verhalten ausfallen wird. Dagegen blieb der EMI für die Produktion im Dienstleistungssektor im zweiten Quartal im expansiven Bereich, wenngleich er sich im Juni leicht verringerte (siehe Abbildung 4, Grafik b). Außerdem war die Produktion in diesem Sektor im April 0,7 % höher als im ersten Quartal.

Abbildung 3

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



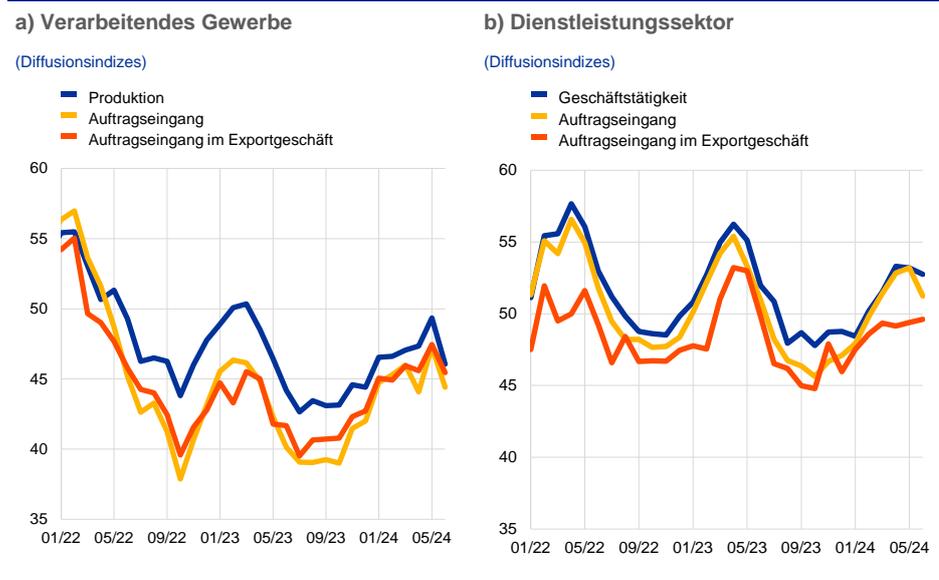
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024.

Zukunftsgerichtete Umfragedaten deuten auf eine anhaltend robuste Entwicklung der Dienstleistungen im dritten Quartal 2024 hin.

Laut den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für Juni bleibt die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten robust; dies gilt vor allem für Reisedienstleistungen. Die wesentlichen Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen bestätigen dieses Bild. Die befragten Unternehmen berichteten von einer starken Tourismussaison und zunehmenden Anzeichen einer moderaten, vom Konsum getragenen Erholung (siehe Kasten 4). Bezüglich der Frage, ob die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe ihren Tiefpunkt erreicht hat, sind die Signale indes gemischt. Das Vertrauen in der Industrie blieb im Juni insgesamt stabil, da die Erwartungen der Unternehmen zur Produktion in drei Monaten und ihre Einschätzungen zur Auftragslage weitgehend unverändert waren. Laut Branchenumfrage der Europäischen Kommission meldeten allerdings mehr Unternehmen, dass ihre Bestände an Fertigerzeugnissen höher seien als normal, was darauf hindeutet, dass die Nachfrage nach Waren weiterhin schwach ist. Die wesentlichen Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen legen unterdessen nahe, dass das verarbeitende Gewerbe insgesamt die Talsohle erreicht hat (siehe Kasten 4). Mit Blick auf die Zukunft werden die Handelsspannungen und die geopolitische Unsicherheit das verarbeitende Gewerbe

weiterhin belasten. Einige positive Faktoren, die die konjunkturelle Erholung unterstützen, sind jedoch nach wie vor wirksam. Dazu zählen der anhaltende Anstieg der Realeinkommen bei zugleich niedrigerer Inflation und günstiger Arbeitsmarktlage, die zunehmende Wachstumsdynamik im Dienstleistungssektor und die allmählich nachlassende Bremswirkung der Geldpolitik auf die Nachfrage, die sich den Erwartungen zufolge nach und nach einstellen dürfte.

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



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

Getragen von einer wachsenden Erwerbsbevölkerung nimmt die Beschäftigung weiter zu. Die Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden erhöhten sich im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 5). Die Arbeitsproduktivität war unverändert, da die Beschäftigung und die geleisteten Arbeitsstunden im gleichen Maße anstiegen wie das BIP.³ Die aus der Arbeitslosenquote und der Zahl der Arbeitslosen abgeleitete implizite Erwerbspersonenzahl erhöhte sich bis Mai dieses Jahres um 0,5 % und trug maßgeblich zum Beschäftigungswachstum bei. Die Arbeitslosenquote lag im Mai wie bereits im April bei 6,4 % und somit nach wie vor auf dem niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist weiterhin hoch, wengleich die Vakanzquote im ersten Quartal 2024 gegenüber dem Vorquartal leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % zurückging.

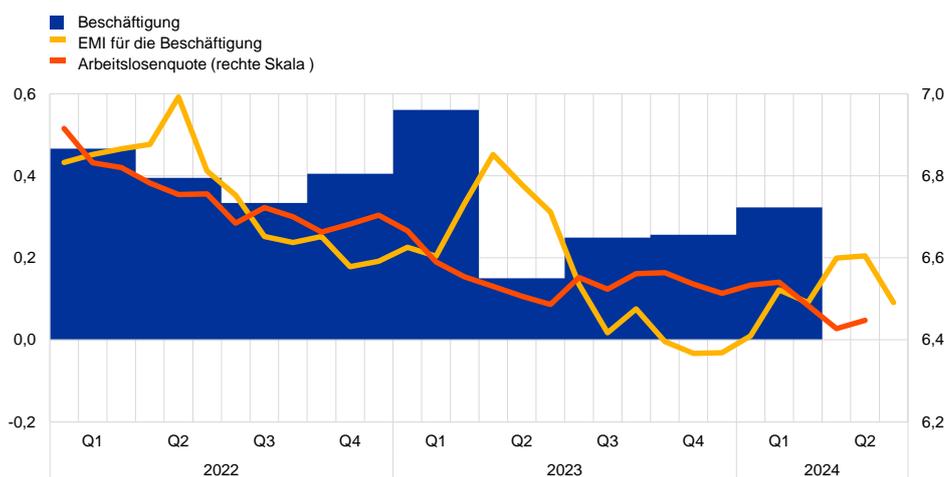
Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2024 hin. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank von 52,1 Punkten im Mai auf 50,9 Punkte im Juni. Der Durchschnitt für das zweite Quartal liegt bei 51,7 Punkten, was auf einen weiteren Beschäftigungszuwachs schließen lässt (siehe Abbildung 5). Die positive Einschätzung des

³ Eine eingehendere Analyse findet sich in Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Beschäftigungswachstums ist dem Dienstleistungssektor zu verdanken, da das Baugewerbe und das verarbeitende Gewerbe nach wie vor im kontraktiven Bereich liegen.

Abbildung 5
Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (Beschäftigung), Juni 2024 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Mai 2024 (Arbeitslosenquote).

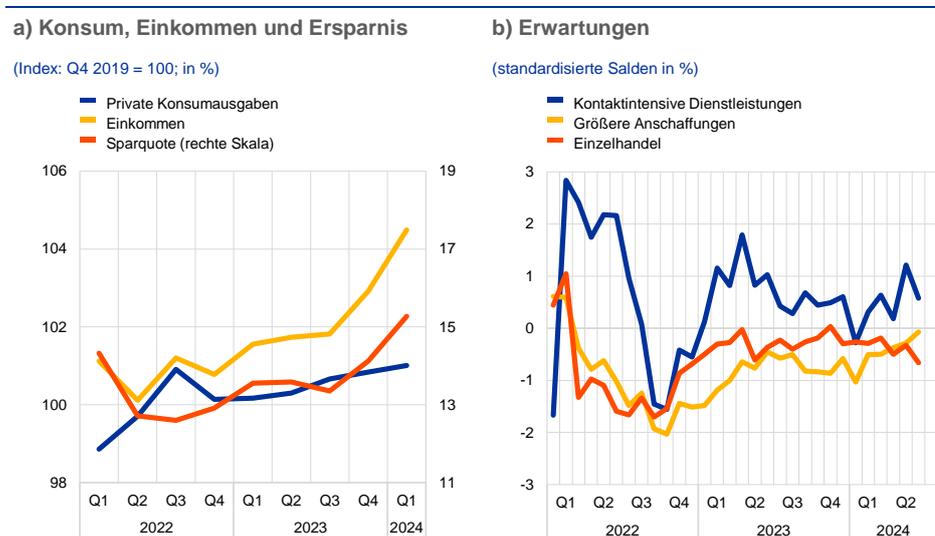
Das Wachstum der privaten Konsumausgaben blieb zwar Anfang 2024 moderat, doch Umfragen lassen auf eine stärkere Dynamik schließen.

Nach einer sehr schwachen Entwicklung im Jahr 2023 erhöhten sich die privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2024 um 0,2 %. Dies war einer Erholung des Warenkonsums zuzuschreiben. Angesichts eines widerstandsfähigen Arbeitsmarkts stiegen die real verfügbaren Einkommen im ersten Quartal 2024 an. Gestützt wurde diese Entwicklung durch den Inflationsrückgang und das robuste Wachstum der Nominallöhne. Die Sparquote der privaten Haushalte erhöhte sich im ersten Quartal 2024 auf 15,3 % (siehe Abbildung 6, Grafik a). Dies war darauf zurückzuführen, dass den Einkommenszuwächsen die nach wie vor erhöhte Unsicherheit und die restriktiven Finanzierungsbedingungen (darunter auch die strengen Vergaberichtlinien für Konsumentenkredite) gegenüberstanden. Aus den aktuellen harten Daten für das zweite Quartal lassen sich gemischte Signale hinsichtlich der Dynamik des Warenkonsums ablesen. So stiegen die Einzelhandelsumsätze im April und Mai im Vergleich zum ersten Quartal um 0,3 % an, während die Pkw-Zulassungen um 3,7 % sanken. Umfragen deuten darauf hin, dass das Wachstum der privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht anziehen wird. Der im Rahmen der Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission erhobene Unsicherheitsindikator ging im Juni zurück, wohingegen sich der Vertrauensindikator erhöhte. Letzterer liegt jedoch immer noch unter seinem Vorpandemiedurchschnitt und spiegelt die gedämpften Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftslage sowie die eigene finanzielle Situation wider. Die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen in den kommenden drei Monaten sind nach wie vor hoch. Zugleich

sind die Erwartungen der Verbraucher, in den kommenden zwölf Monaten größere Anschaffungen zu tätigen, wieder auf ihren vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert zurückgekehrt (siehe Abbildung 6, Grafik b). Auch die Ergebnisse der jüngsten Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen stützen die Evidenz, dass mit einer geringeren Divergenz zwischen der Entwicklung der Konsumgüter und der Dienstleistungen zu rechnen ist. Sie weisen auf eine zunehmende Bereitschaft hin, in den kommenden zwölf Monaten größere Anschaffungen vorzunehmen. Außerdem legen sie nahe, dass die erwartete Nachfrage nach Tourismusedienstleistungen weiterhin hoch ist.

Abbildung 6

Private Konsumausgaben, Einkommen und Ersparnis; Erwartungen für Einzelhandel, kontaktintensive Dienstleistungen und größere Anschaffungen



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

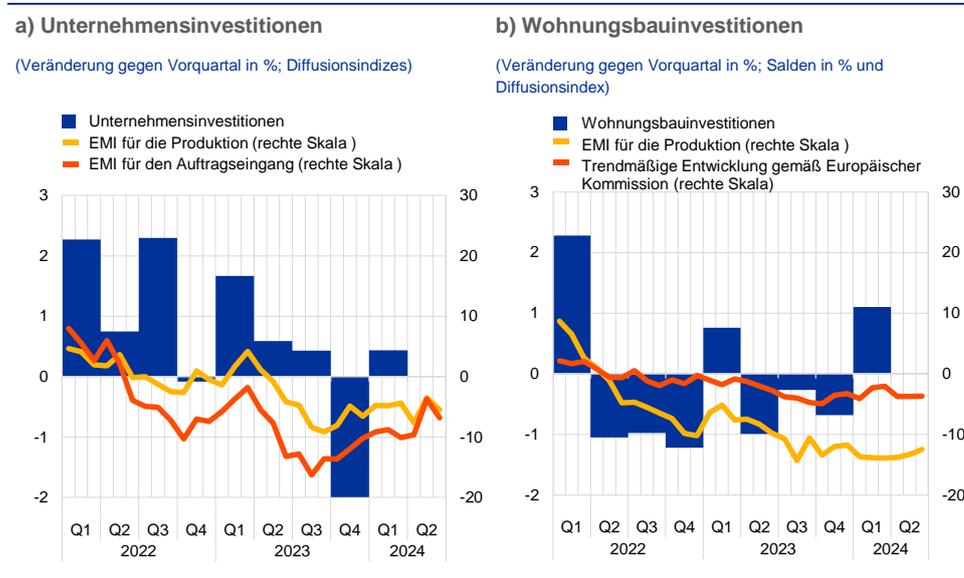
Anmerkung: In Grafik a beziehen sich das Einkommen auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Sparquote der privaten Haushalte auf die Ersparnis gemessen an diesem Einkommen. In Grafik b beziehen sich die Geschäftserwartungen für die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und die Einzelhandelserwartungen auf die nächsten drei Monate. Die Verbrauchererwartungen für größere Anschaffungen beziehen sich hingegen auf die nächsten zwölf Monate. Aufgrund der verfügbaren Daten 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 das erste Quartal 2024 (private Konsumausgaben) bzw. Juni 2024 (Erwartungen für kontaktintensive Dienstleistungen, Einzelhandel und größere Anschaffungen).

Die Unternehmensinvestitionen stiegen im ersten Quartal 2024 moderat an, und die Konjunkturindikatoren und Umfragen deuten auf eine verhaltene Dynamik im restlichen Jahresverlauf hin (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die

Investitionen ohne Bau (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) erhöhten sich im ersten Quartal 2024 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal. Somit machten sie rund 25 % ihres im vierten Quartal 2023 verzeichneten Rückgangs wett. Nach Vermögenswerten aufgeschlüsselt leisteten die Ausrüstungsinvestitionen und die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte seit der Pandemie einen positiven Beitrag zu den Unternehmensinvestitionen. Laut dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen wurden die Investitionen in Fahrzeuge dagegen durch die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem ökologischen Wandel und die Verkleinerung energieintensiver Branchen belastet (siehe Kasten 4). Die im zweiten Quartal verzeichneten EMI-Werte für die Produktion und den Auftragseingang im Investitionsgütersektor signalisieren eine anhaltende Schwäche

in diesem Bereich der Unternehmensinvestitionen. Aus der jüngsten [Umfrage zum Kreditgeschäft](#) und der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln](#), die beide von der EZB durchgeführt werden, geht hervor, dass die Finanzierungsbedingungen im zweiten Quartal 2024 nach wie vor restriktiv waren. Die Rückmeldung der von der EZB befragten Unternehmen hat verdeutlicht, dass diese angesichts des Arbeitskräftemangels und des starken globalen Wettbewerbs weiter in Kosteneinsparungsmaßnahmen investieren. Vor dem Hintergrund der immer noch erhöhten Unsicherheit gehen die Unternehmen allerdings davon aus, dass die Investitionen im laufenden Jahr verhalten bleiben. Auch die von der Europäischen Kommission halbjährlich durchgeführte Investitionsumfrage deutet auf ein gedämpftes Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Jahr 2024 hin (siehe Kasten 3).

Abbildung 7
Entwicklung der realen privaten 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 Linien beziehen sich auf die Antworten der Unternehmen aus dem Investitionsgütersektor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen) bzw. Juni 2024 (EMIs). In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends der vorangegangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. Juni 2024 (Umfrage der Europäischen Kommission und EMIs).

Die Wohnungsbauinvestitionen erholten sich im ersten Quartal 2024, doch harte und weiche Indikatoren weisen auf einen wahrscheinlichen Rückgang im zweiten Quartal hin (siehe Abbildung 7, Grafik b). Im ersten Quartal 2024 erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem günstige Sondereffekte in Form einer milden Witterung in Deutschland und großzügiger fiskalischer Anreize in Italien. Die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude stabilisierte sich indes auf einem historisch niedrigen Niveau. Dies lässt darauf schließen, dass der Druck, der von in Planung befindlichen Projekten ausging, begrenzt war. In den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten sank die Produktion im April 2024 gegenüber dem Durchschnittswert vom ersten Quartal 2024 um 0,4 %. Die umfragebasierten

Aktivitätsmessgrößen, etwa der EMI für die Produktion im Wohnungsbau und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten, lagen bis Juni weiter im kontraktiven Bereich. Letzteres war vor allem auf eine nachlassende Nachfrage zurückzuführen. Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal gesunken sein dürften. Mit Blick auf die Zukunft geht aus den jüngsten Umfragen der EZB hervor, dass sich der Rückgang verlangsamen wird. Laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Mai waren die Erwartungen der privaten Haushalte zum Wohnimmobilienmarkt nach wie vor gedämpft, wenn auch günstiger als Ende 2023. Darin spiegelt sich die gestiegene Attraktivität von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage wider. Im Rahmen der im Juli durchgeführten Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen berichteten die Bauunternehmen von einer anhaltend gedämpften Aktivität, wobei sie aber von einer Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2024 ausgingen. Die Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli hat gezeigt, dass mit einer Verbesserung der Kreditrichtlinien und der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten gerechnet wird.

Die Exporte des Euroraums stagnierten im April 2024, obwohl die Auslandsnachfrage anstieg.

Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes verringerte sich im Juni erneut deutlich. Der Dienstleistungssektor erwies sich dagegen als widerstandsfähiger, denn dort entwickelten sich die Exportaufträge weiterhin stabil. Die Stagnation des Exportwachstums steht im Einklang mit einem allgemeineren Trend sinkender Marktanteile des Euroraums. Dieser wurde durch die Lieferengpässe und die Energiepreisschocks noch verstärkt, wobei der Euroraum aufgrund seiner engen Einbindung in die globalen Wertschöpfungsketten hiervon stärker betroffen war. Auch die Tatsache, dass der Gasschock binnenwirtschaftlich bedingt war, spielte hierbei eine Rolle. Beim Importwachstum zeichnet sich indes vor dem Hintergrund eines kräftigeren Inlandskonsums eine Erholung ab. Im April stieg die volumenmäßige Wareneinfuhr aus Ländern außerhalb des Euroraums im Dreimonatsvergleich um 0,9 % an. Die Seefrachtkosten – vor allem zwischen China und Europa – sind wieder gestiegen. Grund hierfür war, dass die globale Nachfrage zunimmt und Unternehmen ihre Weihnachtsbestellungen weiter vorziehen als sonst üblich, was den Störungen im Roten Meer und längeren Transportzeiten geschuldet ist (siehe Kasten 4). Trotz der anhaltenden geopolitischen Spannungen lässt sich kein klarer Trend hin zu einer Abkehr von China als Hauptbeschaffungsland ausmachen (siehe Kasten 1).

Alles in allem wird nach dem positiven Jahresauftakt damit gerechnet, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum trotz der anhaltenden Unsicherheit im Verlauf des Jahres 2024 weiter erholen wird.

Die Handelsspannungen und die geopolitische Unsicherheit werden auch künftig das verarbeitende Gewerbe und somit die Investitionen belasten. Doch die abnehmende Inflation und ein robustes Lohnwachstum dürften einen fortgesetzten Anstieg der real verfügbaren Einkommen und damit der privaten Konsumausgaben stützen. Außerdem sollte die Exporttätigkeit des Euroraums im Zuge des anziehenden Weltwirtschaftswachstums

in den kommenden Quartalen zunehmen. Überdies sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

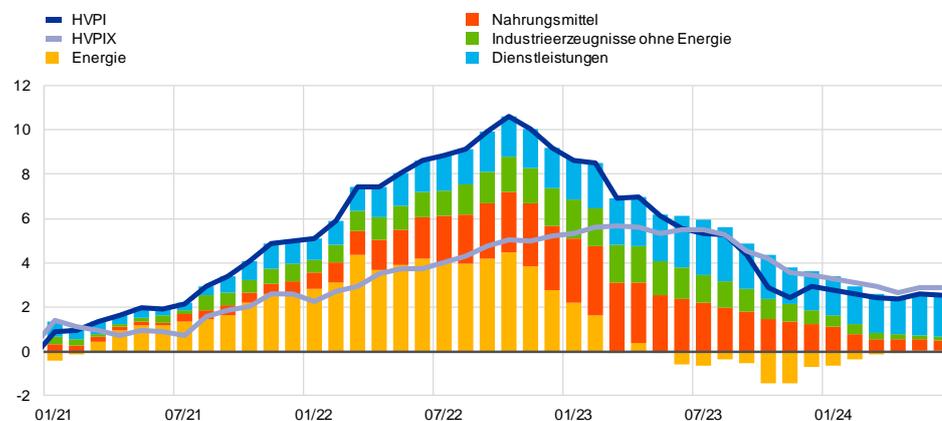
3 Preise und Kosten

Im Juni 2024 betrug die Gesamtinflation im Euroraum 2,5 % nach 2,6 % im Mai. Die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich im Juni auf 2,9 % und war damit gegenüber Mai unverändert. Im Vergleich zu April (2,7 %) war hier ein Anstieg zu verbuchen. Zwar haben sich im Mai einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation aufgrund von Einmalfaktoren leicht erhöht, doch blieben die meisten Messgrößen im Juni stabil oder verringerten sich etwas. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck schwächte sich im ersten Quartal 2024 ab, was auf einen überraschend starken Rückgang der Stückgewinne zurückzuführen war, während das Lohnwachstum erhöht blieb. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen zumeist bei rund 2 %, während jene der kürzerfristigen Inflationserwartungen gesunken sind.

Die am HVPI gemessene Gesamtinflation im Euroraum ging von 2,6 % im Mai auf 2,5 % im Juni zurück (siehe Abbildung 8). Dies war niedrigeren Inflationsraten für Energie und Nahrungsmittel zuzuschreiben. Ausgehend von 2,4 % im April war die Rate zunächst gestiegen und verringerte sich anschließend, was vorangegangene Erwartungen bestätigte, dass die Inflation unter anderem aufgrund energiebezogener Basiseffekte um das aktuelle Niveau schwanken dürfte.

Abbildung 8
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

Die Teuerungsrate für Energie sank von 0,3 % im Mai auf 0,2 % im Juni. Im Mai hatte sie sich ins Positive gekehrt, nachdem sie fast ein Jahr lang im negativen Bereich gelegen hatte. Hauptverantwortlich für den Rückgang waren die Preise für Transport und Flüssigbrennstoffe. Diese spiegeln die jüngste Verbilligung von Öl und das starke Absinken der Raffineriemargen für Benzin wider. Die Strom- und Gaspreise stiegen indes zwar an, leisteten aber weiterhin einen negativen Beitrag zur Teuerung bei Energie.

Der Preisaufrtrieb bei Nahrungsmitteln schwächte sich weiter ab und sank von 2,6 % im Mai auf 2,4 % im Juni. Diese Entwicklung war im Wesentlichen durch die

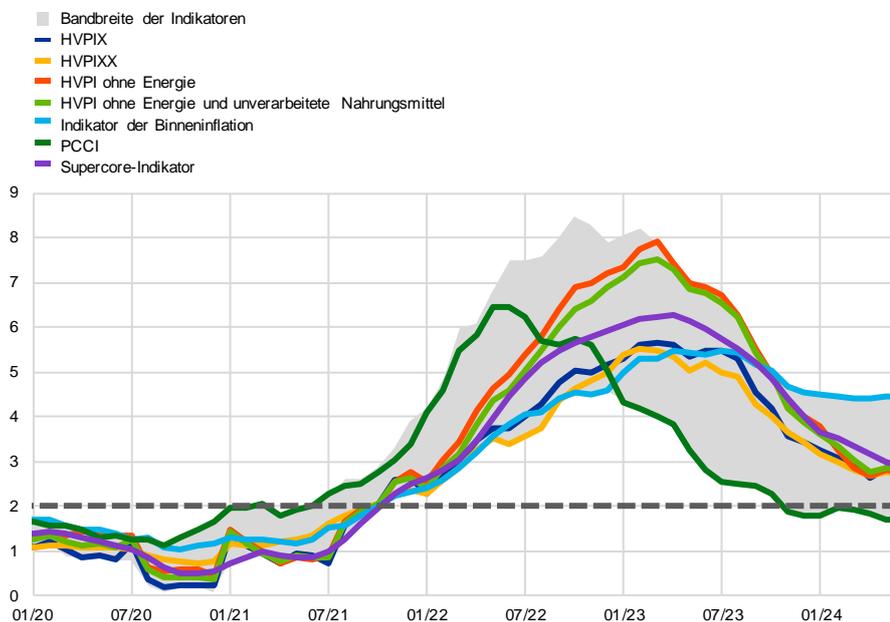
Inflationsrate bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln bedingt (1,3 % im Juni nach 1,8 % im Mai). Die Teuerungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel ging im Juni leicht zurück (auf 2,7 % nach 2,8 % im Mai). Das Absinken der Jahresänderungsrate der Nahrungsmittelpreise war auf einen abwärtsgerichteten Basiseffekt zurückzuführen, der mit der kräftigen Verteuerung der volatileren unverarbeiteten Nahrungsmittel vor einem Jahr im Zusammenhang stand.

Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) belief sich im Juni auf 2,9 %. Damit zeigte sie gegenüber Mai keine Veränderung und verbuchte im Vergleich zu April (2,7 %) einen Anstieg (siehe Abbildung 9). Was die einzelnen Komponenten anbelangt, so betrug die Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie im Mai und Juni 0,7 % gegenüber 0,9 % im April. Dies entspricht annähernd dem vor der Pandemie verzeichneten langfristigen Durchschnitt von 0,6 % und deutet darauf hin, dass die zuvor bereits allmählich nachlassenden Auswirkungen der vergangenen aufwärtsgerichteten Schocks nun wohl nicht mehr zu Buche schlagen. Auch die Teuerung bei den Dienstleistungen war im Zeitraum von Mai bis Juni unverändert (4,1 %), nachdem sie im April noch 3,7 % betragen hatte. Die im Vergleich zu Waren höhere Persistenz des Preisauftriebs bei Dienstleistungen steht im Einklang mit dem kräftigen Lohnwachstum und der größeren Bedeutung der Arbeitskosten bei der Erbringung von Dienstleistungen. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich indes im Mai und Juni uneinheitlich. Die meisten ausschlussbasierten Messgrößen erhöhten sich im Mai geringfügig, während andere Maße wie der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel sowie der HVPIXX (HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) im Juni erneut rückläufig waren. Im Gegensatz dazu stieg der Indikator der Binneninflation leicht von 4,4 % im Mai auf 4,5 % im Juni und blieb damit am oberen Ende der Bandbreite der Indikatoren für die zugrunde liegende Inflation. Der Supercore-Indikator ging etwas weiter zurück, während die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) im Juni mit 1,7 % weiterhin am unteren Ende der Bandbreite lag und keine Veränderung gegenüber Mai aufwies.

Abbildung 9

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

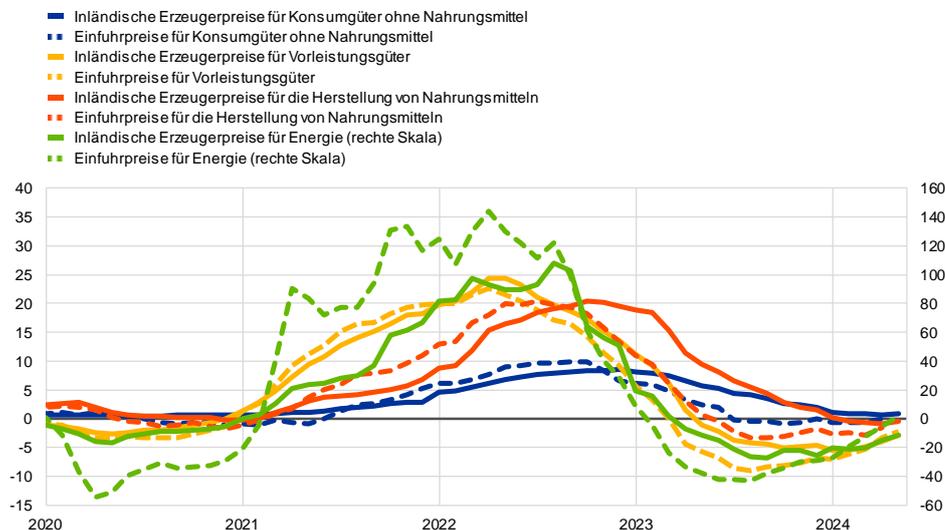
Die meisten Indikatoren, die auf den Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hinweisen, entwickelten sich weiterhin verhalten, ließen aber Anzeichen für eine Bodenbildung erkennen

(siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen lag die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter nach wie vor im negativen Bereich, wenngleich weniger stark als im Vormonat (-2,9 % im Mai nach -3,9 % im April). Auf den nachgelagerten Stufen erhöhten sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 0,7 % im April auf 0,8 % im Mai und jene der Nahrungsmittel von -0,9 % auf -0,4 %. Bei den Industriegütern scheint die allmähliche Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen somit zum Ende gekommen zu sein. Die Jahreswachstumsraten der Einfuhrpreise für verschiedene Warengruppen liegen weiterhin größtenteils im negativen Bereich, bewegen sich aber nach oben. Die jährliche Änderungsrate der Einfuhrpreise für Energie stieg im Mai deutlich auf 1,8 %, verglichen mit -5,3 % im Vormonat.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

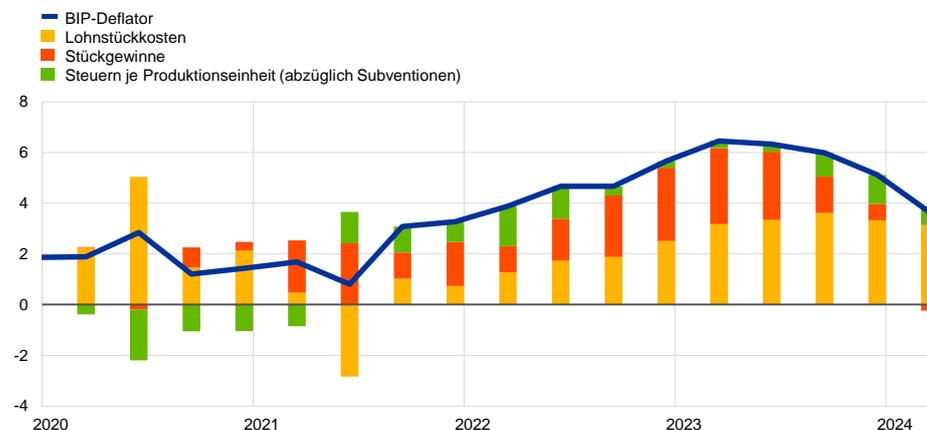
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024 (Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und Einfuhrpreise für die Herstellung von Nahrungsmitteln) bzw. Mai 2024 (übrige Angaben).

Laut den zum Zeitpunkt der Juli-Sitzung des EZB-Rats vorliegenden Daten sank der am Wachstum des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Preisdruck im ersten Quartal 2024 aufgrund geringerer Beiträge der Arbeitskosten und Gewinne auf 3,6 %, während er im Vorquartal noch bei 5,1 % gelegen hatte (siehe Abbildung 11). Die jährliche Wachstumsrate des BIP-Deflators, die im ersten Quartal 2023 mit 6,5 % einen Höchststand erreicht hatte, schwächte sich somit weiter ab. Der im ersten Quartal 2024 verzeichnete Rückgang war hauptsächlich auf ein geringeres Wachstum der Stückgewinne zurückzuführen. Der entsprechende Beitrag sank von 0,6 Prozentpunkten im Vorquartal auf nun -0,2 Prozentpunkte und kehrte sich damit ins Negative. Auch der Beitrag der Lohnstückkosten nahm weiter ab und fiel von 3,3 Prozentpunkten auf 3,1 Prozentpunkte. Dahinter verbarg sich ein moderater Anstieg des Lohnwachstums, der allerdings durch ein höheres Produktivitätswachstum, das von -1,0 % im Schlussquartal 2023 auf -0,6 % im ersten Quartal 2024 stieg, mehr als ausgeglichen wurde. Insgesamt tragen die Arbeitskosten nach wie vor am stärksten zum binnenwirtschaftlichen Preisdruck bei.

Abbildung 11

Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während von der Arbeitsproduktivität ein negativer Beitrag ausgeht.

Der Lohndruck ist im ersten Quartal 2024 gestiegen. Er dürfte sich zwar schrittweise verringern, allerdings ausgehend von einem erhöhten Niveau. Die Daten für das erste Quartal 2024 zeigen einen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste auf 4,7 % nach 4,5 % im Schlussquartal 2023. Das am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und am Arbeitnehmerentgelt je Stunde gemessene tatsächliche Lohnwachstum erhöhte sich gemäß den am Stichtag vorliegenden Daten im ersten Quartal 2024 auf 5,0 % bzw. 5,4 % gegenüber 4,9 % bzw. 4,7 % im vierten Quartal 2023. Die Differenz zwischen dem tatsächlichen Lohnwachstum und dem Anstieg der Tarifverdienste lässt darauf schließen, dass hier die Lohndrift eine wesentliche Rolle spielt.⁴ Der zukunftsgerichtete Indikator für die Lohnentwicklung (der das Lohnwachstum anhand noch nicht ausgelaufener Tarifverträge misst) steht weitgehend mit der Erwartung in Einklang, dass sich das durchschnittliche Wachstum der Tarifverdienste 2024 gegenüber 2023 erhöhen, 2025 jedoch wieder abschwächen wird.⁵

Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs waren weitgehend stabil und lagen meist bei rund 2,0 % (siehe Abbildung 12). Sowohl laut dem von der EZB für das dritte Quartal 2024 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF-Umfrage) als auch der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA-Umfrage) der EZB vom Juni 2024 beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2028) sowie der Median dieser Erwartungen nach wie vor auf 2,0 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) waren im Wesentlichen unverändert, wobei der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren bei rund 2,3 % lag. Diese marktbasieren Messgrößen des

⁴ Die Lohndrift bezieht sich auf den Unterschied zwischen der Wachstumsrate der Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer und der Wachstumsrate der Tarifverdienste.

⁵ Einzelheiten zur Methodik finden sich in: 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.

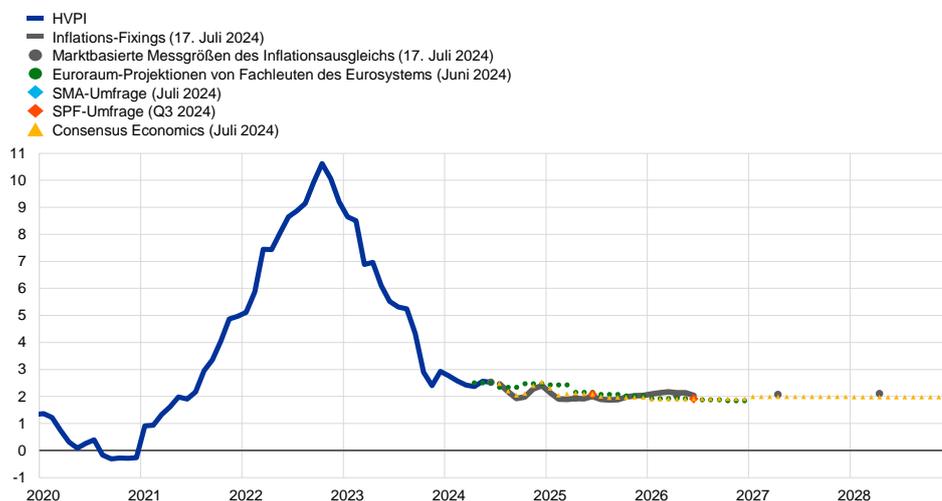
Inflationsausgleichs enthalten Inflationsrisikoprämien und stellen daher kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dar. Modellbasierte Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen (d. h. ohne Inflationsrisikoprämien) lassen indes darauf schließen, dass die Marktteilnehmer auf längere Sicht von einer Inflationsrate von rund 2,0 % ausgehen. Aus den marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Inflationsentwicklung im Euroraum geht hervor, dass die Anleger mit einer Stabilisierung der Teuerung ab Jahresbeginn 2025 bei einem Wert von 2,0 % rechnen. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr war im Berichtszeitraum mit 2,1 % leicht rückläufig. Was die Verbraucherseite anbelangt, so zeigt die EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom Juni 2024, dass sich der Median der von den Verbraucherinnen und Verbrauchern in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation von 4,9 % im Mai deutlich auf 4,5 % im Juni verringerte. Unterdessen lag der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten in der Zeit von Mai bis Juni stabil bei 2,8 %, verglichen mit 2,9 % im April. Die Inflationserwartungen für die kommenden drei Jahre beliefen sich im Mai und Juni auf jeweils 2,3 % nach 2,4 % im April. Die Inflationserwartungen für den Zeithorizont von einem Jahr sowie von drei Jahren lagen weiterhin unter der in der Vergangenheit wahrgenommenen Inflationsrate, was darauf schließen lässt, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher von einem weiteren Inflationsabbau ausgehen.

Abbildung 12

Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

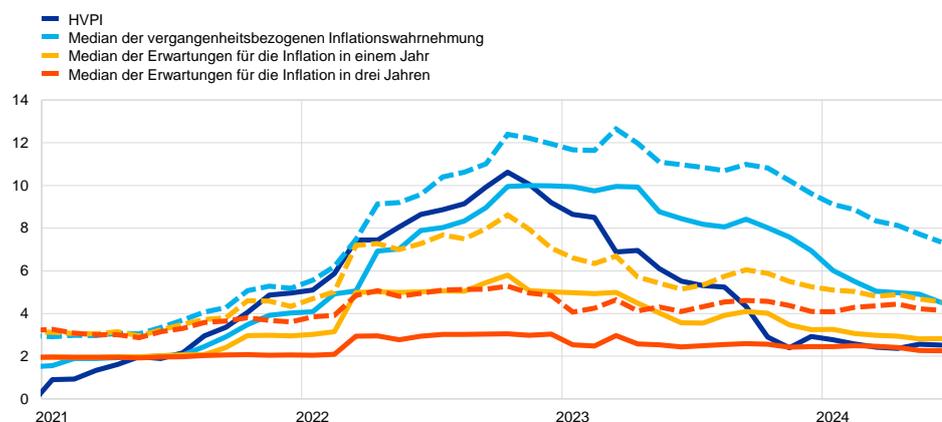
a) Gesamtinflation, umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen, Inflationsprojektionen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES-Umfrage, SPF-Umfrage, SMA-Umfrage, Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 17. Juli 2024. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2024 wurde vom 2. bis zum 5. Juli 2024 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Juli 2024. Bei der CES-Umfrage stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 15. Mai 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

4 Finanzmarktentwicklungen

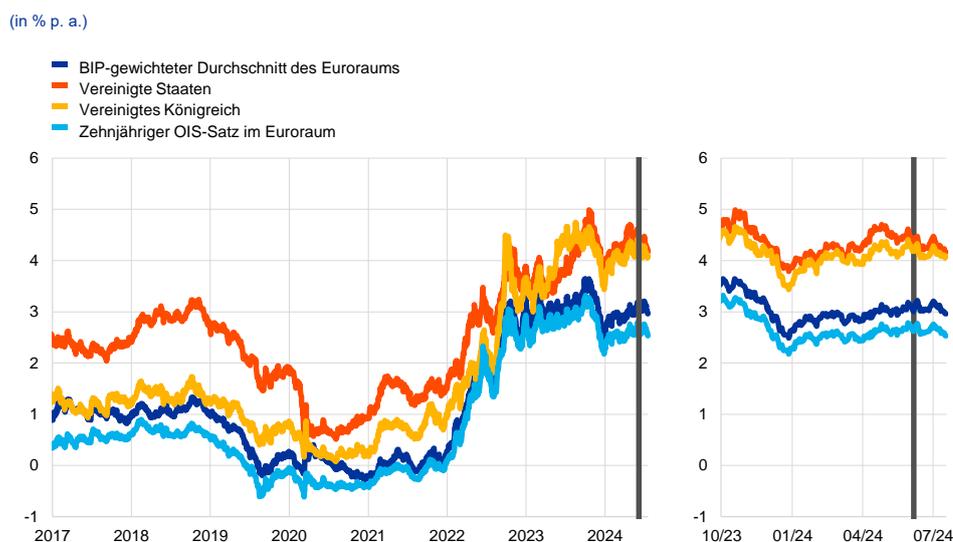
Die Entwicklung an den Finanzmärkten des Euroraums stand im Berichtszeitraum vom 6. Juni bis zum 17. Juli 2024 im Zeichen der Erwartungen hinsichtlich des Inflationsverlaufs und der Möglichkeit weiterer Zinssenkungen in den kommenden Monaten. In den Wochen nach dem Beschluss des EZB-Rats, die Leitzinsen auf seiner geldpolitischen Sitzung im Juni um 25 Basispunkte zu senken, verschob sich die risikofreie Zinsstrukturkurve im Eurogebiet nach unten, wobei die Anleger bis Ende 2024 weitere Zinssenkungen von insgesamt 46 Basispunkten einpreisten. Die aus Optionen abgeleitete Volatilität der Leitzinserwartungen blieb erhöht, lag jedoch deutlich unter den Höchstwerten von Ende 2022 und Anfang 2023. Die Entwicklung an den Staatsanleihemärkten des Euroraums stand unter dem Einfluss nationaler Wahlen. Trotz anfänglicher Schwankungen bildeten sich die Veränderungen der Renditeabstände von Staatsanleihen bis zum Ende des Berichtszeitraums weitgehend wieder zurück. Angesichts einer etwas geringeren Risikoneigung im Eurogebiet gaben die Kurse von Aktien sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aus dem Euroraum nach. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet weiteten sich im Hochzinssegment aus und blieben im Investment-Grade-Bereich weitgehend unverändert. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar und in handelsgewichteter Rechnung leicht auf.

Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum sind seit der Sitzung des EZB-Rats vom Juni geringfügig gesunken. Der €STR (Euro Short-Term Rate) notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,7 %, nachdem der EZB-Rat wie allgemein erwartet auf seiner Juni-Sitzung entschieden hatte, die Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken. Die Überschussliquidität verringerte sich in der Zeit vom 6. Juni bis zum 17. Juli um rund 131 Mrd. € auf 3 071 Mrd. €. Ursächlich hierfür war in erster Linie die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) im Juni. In geringerem Maße spielte aber auch die Verkleinerung des Portfolios aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) eine Rolle, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der darin gehaltenen Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr reinvestiert. Die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) sank im einjährigen Laufzeitbereich um rund 20 Basispunkte und im Laufzeitbereich von zwei Jahren um 26 Basispunkte. Darin kommen im Großen und Ganzen die Erwartungen einer deutlicheren geldpolitischen Lockerung zum Ausdruck. Ungeachtet des allgemeinen Rückgangs preisten die Finanzmärkte zu Beginn des Berichtszeitraums eine restriktivere Geldpolitik ein. Nach der Veröffentlichung schwächerer Daten, insbesondere der unerwartet niedrigen Inflationszahlen in den Vereinigten Staaten für Juni, verkehrte sich diese Entwicklung ins Gegenteil. Eine Rolle spielte dabei auch die sich eintrübende Risikostimmung in Europa im Zusammenhang mit der politischen Unsicherheit in Frankreich. Die aus Optionen abgeleitete Volatilität der kurzfristigen Terminalsätze nahm leicht zu, lag aber weiterhin deutlich unter den Spitzenwerten von Ende 2022 und Anfang 2023. Am Ende der Berichtsperiode preisten die Märkte kumulierte Zinssenkungen bis zum Jahresende 2024 von etwa 46 Basispunkten ein. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum waren im Berichtszeitraum

rückläufig. So verringerte sich der zehnjährige nominale risikofreie Zinssatz um insgesamt 12 Basispunkte auf zuletzt 2,5 %.

Die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen gegenüber den risikofreien Zinssätzen weiteten sich vor dem Hintergrund der politischen Unsicherheit in Frankreich minimal aus (siehe Abbildung 13). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet sank bis zum Ende des Berichtszeitraums um 10 Basispunkte auf 3,0 %. Folglich vergrößerte sich der Abstand zum zehnjährigen risikofreien Zinssatz im Euroraum lediglich um 2 Basispunkte und blieb damit nahezu unverändert. Die Ausweitung des BIP-gewichteten Spreads war vor allem durch den veränderten Renditeabstand französischer Staatsanleihen zum OIS-Satz bedingt. Dieser weitete sich im Berichtszeitraum um 15 Basispunkte aus, nachdem am 9. Juni vorgezogene Parlamentswahlen angekündigt worden waren. Die Renditeabstände französischer Staatsanleihen nahmen um beachtliche 22 Basispunkte zu, was sich anfangs auch in anderen Staatsanleihen aus dem Euroraum niederschlug, wohingegen sich der Abstand deutscher Bundesanleihen aufgrund einer Flucht in sichere Anlagen verringerte. Bis zum Ende des Berichtszeitraums hatten sich die Schwankungen bei den Staatsanleihen anderer Euro-Länder weitgehend wieder gelegt. So waren der Renditeabstand italienischer Staatspapiere 3 Basispunkte niedriger und jener deutscher Bundesanleihen unverändert. Bei anderen Staatsanleihen waren die Veränderungen ähnlich vernachlässigbar. Was die Entwicklung außerhalb des Euroraums betrifft, so verringerte sich die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um 13 Basispunkte auf 4,2 %, während die entsprechende Rendite im Vereinigten Königreich um 10 Basispunkte auf 4,1 % sank.

Abbildung 13
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz



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 17. Juli 2024.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiteten sich im Hochzinssegment aus und blieben bei Investment-Grade-Anleihen

weitgehend unverändert. Bis zum Ende des Berichtszeitraums erhöhten sich die Spreads bei Investment-Grade-Unternehmen um lediglich 1 Basispunkt. Im Hochzinssegment vergrößerten sich hingegen die Renditeabstände von Anleihen finanzieller wie auch nichtfinanzieller Unternehmen aus dem Eurogebiet um 23 Basispunkte, was einer stärkeren Risikoaversion geschuldet war.

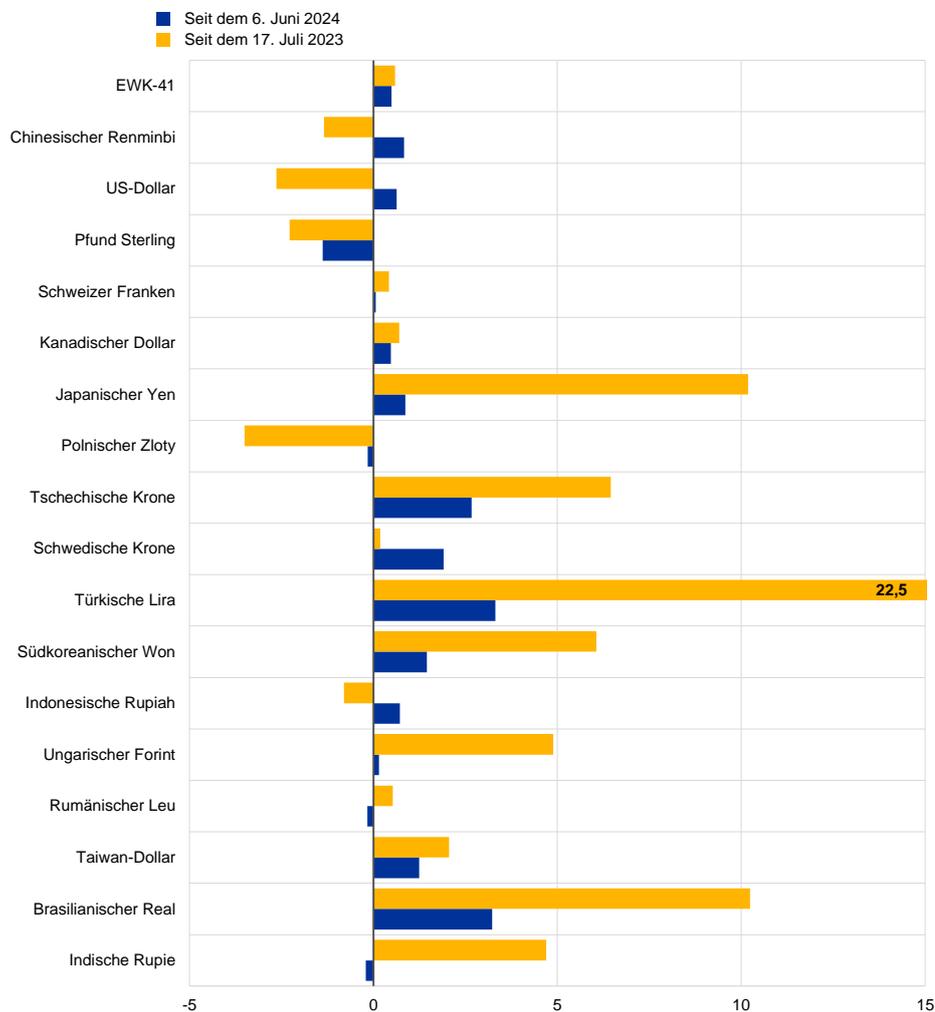
Angesichts der abnehmenden Risikoneigung im Euroraum gaben die Kurse von Aktien sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet nach. Im Berichtszeitraum sanken die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum um 3,4 %, wohingegen ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten um 4,5 % stiegen. Während im Eurogebiet die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften per saldo um 4,4 % zurückgingen, verringerten sich jene von Banken und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften um 0,8 % bzw. 1,2 %. Unter besonderem Druck standen dabei die Kurse französischer Kapitalgesellschaften. In den Vereinigten Staaten legten die Notierungen auf breiter Front zu. Dort verzeichneten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ein Plus von 4,0 %, während die Aktienkurse von Banken um 11,1 % und von sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften um 7,5 % stiegen.

Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar (+0,6 %) und in handelsgewichteter Rechnung (+0,5 %) leicht auf (siehe Abbildung 14). Zu Beginn des Berichtszeitraums legte der US-Dollar nominal bis auf das im Oktober 2023 verzeichnete Niveau zu. Auftrieb erhielt er durch den nach wie vor robusten Arbeitsmarkt und das als (leicht) restriktiv wahrgenommene Ergebnis der Juni-Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve. Die unerwartet schwachen Daten des Verbraucherpreisindex für Mai und Juni dämpften hingegen die Entwicklung des US-Dollar, sodass er bis zum Ende des Berichtszeitraums um insgesamt 0,6 % abwertete. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets, stieg im Berichtszeitraum leicht um 0,5 % an. Einen Kursrückgang erfuhr der Euro gegenüber dem Pfund Sterling (-1,4 %), da die Erwartungen, die Bank of England werde die Leitzinsen im Sommer senken, nachließen. Dagegen gewann der Euro gegenüber dem chinesischen Renminbi an Wert (+0,8 %). Weitere Zuwächse verzeichnete er gegenüber der schwedischen Krone (+1,9 %) und dem kanadischen Dollar (+0,5 %), wobei die letztgenannte Aufwertung durch die Zinssenkung der Bank of Canada vom Juni unterstützt wurde. Gegenüber dem japanischen Yen legte der Euro 0,9 % zu. Die japanische Währung befand sich im Berichtszeitraum auf einem 30-Jahrestief gegenüber dem US-Dollar, wertete aber am 11. und 12. Juli kräftig auf. Dahinter vermuteten die Marktteilnehmer Devisenmarktinterventionen.

Abbildung 14

Veränderungen 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 17. Juli 2024.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite im Euroraum blieben im Mai 2024 auf ihrem hohen Niveau. Angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der restriktiven Kreditrichtlinien blieb die Wachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte stabil auf ihrem Niveau von annähernd null. Im Zeitraum vom 6. Juni bis zum 17. Juli 2024 verringerten sich die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierende Fremdfinanzierung, während ihre Kosten für die Eigenfinanzierung stiegen. Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2024 zeigen, dass die Kreditrichtlinien im zweiten Quartal geringfügig verschärft wurden; die Richtlinien für Hypothekendarlehen wurden indes moderat gelockert. Die Kreditnachfrage der Unternehmen ging leicht zurück, während die Nachfrage privater Haushalte nach Hypothekendarlehen erstmals seit Anfang 2022 anstieg. In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln (SAFE) gaben weniger Unternehmen an, dass sich die Finanzierungsbedingungen im zweiten Quartal 2024 gegenüber dem ersten Quartal verschärft hätten. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) setzte ihre allmähliche Erholung fort, was durch Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland begünstigt wurde.

Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum waren im historischen Vergleich nach wie vor hoch.

Im Mai 2024 belief sich der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum auf 2,07 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Abbildung 15, Grafik a). Die Renditen von Bankanleihen waren im Zeitraum von Mai bis Juli 2024 ebenfalls weitgehend stabil (siehe Abbildung 15, Grafik b). Gleichwohl sorgten die Wahlen zum Europäischen Parlament und die Parlamentswahlen in Frankreich für eine erhöhte politische Unsicherheit, die wiederum eine leichte Ausweitung der Renditeabstände von Bankanleihen zur Folge hatte. Die Einlagenzinsen, die den Hauptteil der Finanzierungskosten der Banken ausmachen, blieben im Mai auf aggregierter Basis weitgehend unverändert. Zwischen den einzelnen Ländern ergaben sich jedoch erhebliche Unterschiede. Der Zinssatz für Termineinlagen sank geringfügig, und jener für täglich fällige Einlagen blieb nahezu gleich. Somit verkleinerte sich der beträchtliche Abstand zwischen diesen beiden Zinssätzen etwas. Die Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten blieben konstant, während sie für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten leicht anstiegen.

Die Refinanzierung über Zentralbankgeld wurde weiterhin reibungslos zurückgefahren, wodurch sich die Finanzierungskosten der Banken erhöhten.

Die Banken zahlten erneut Mittel zurück, die sie im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) aufgenommen hatten. Dabei handelte es sich sowohl um Pflichtrückzahlungen als auch um freiwillige Rückzahlungen. Am 26. Juni 2024 führten die Banken 64,5 Mrd. € zurück, die aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) stammten. Seit der am 23. November 2022 in Kraft getretenen Neukalibrierung der Bedingungen der GLRG-III-Geschäfte wurden nunmehr 2,037 Billionen € getilgt, was

einer Verringerung der Bestände um 96 % entspricht.⁶ Vor dem Hintergrund des Auslaufens der GLRGs und der sinkenden Einlagenbestände haben die Banken verstärkt Anleihen emittiert, deren Rendite über den Einlagen- und Leitzinsen liegt.

Trotz des schwachen wirtschaftlichen Umfelds und der zunehmenden Unsicherheit waren die Bankbilanzen insgesamt robust. Im ersten Quartal 2024 verbesserten die Banken ihre Kapitalausstattung weiter. Die Eigenkapitalquoten lagen dabei deutlich über den Anforderungen für das harte Kernkapital (CET 1). Somit war ein gut kapitalisiertes Bankensystem gewährleistet, das den anhaltenden Kreditbedarf der Realwirtschaft decken konnte. Die Banken wiesen im ersten Quartal nach wie vor eine hohe Rentabilität auf, da ihre Rückstellungen für Kreditverluste weiterhin relativ gering und ihre Zinsmargen hoch waren. Allerdings verkleinerte sich die Differenz zwischen den Kredit- und den Einlagenzinsen im Neugeschäft und bei den Beständen bis Mai kontinuierlich und entfernte sich damit von den Mitte 2023 verzeichneten Höchstabständen. Die Bestände der notleidenden Kredite (NPL-Bestände) nahmen gegenüber dem niedrigen Niveau vom ersten Quartal 2024 weiterhin allmählich zu. Dabei erhöhten sich die Anzahl der Insolvenzen und der Anteil der Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko (Stufe-2-Kredite) besonders unter den kleinen Unternehmen leicht. Perspektivisch deutet dies auf einen weiteren Anstieg der NPL-Bestände, eine Verschlechterung der Aktivaqualität und einen höheren Rückstellungsbedarf der Banken hin.

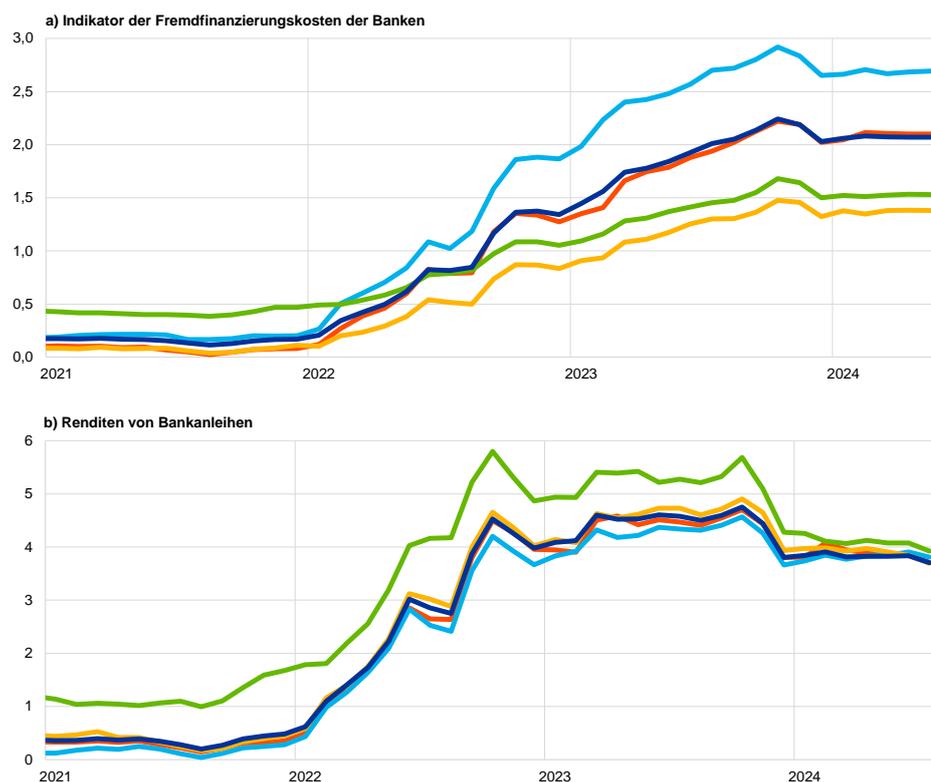
⁶ Siehe EZB, [EZB rekaliert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

Abbildung 15

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)

— Euroraum
— Deutschland
— Frankreich
— Italien
— Spanien



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 Mai 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 17. Juli 2024 (Renditen von Bankanleihen).

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte blieben auf einem hohen Niveau. Die Kreditzinsen für Unternehmen sanken im Mai auf 5,10 %, verglichen mit 5,18 % im Vormonat und dem im Oktober 2023 verzeichneten Höchststand von 5,27 % (siehe Abbildung 16). Allerdings gab es Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Laufzeiten. Bei Krediten mit kurzer Zinsbindung von bis zu einem Jahr war der Rückgang stärker ausgeprägt als bei Krediten mit längerer Zinsbindung von mehr als einem Jahr. Der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und für große Kredite an Unternehmen im Eurogebiet ist immer noch gering, hat sich jedoch im Mai um 0,43 Prozentpunkte gegenüber April – dem Monat mit dem niedrigsten Abstand seit der Pandemie – ausgeweitet. Der derzeitige Zinsabstand spiegelt gesunkene Zinsen für Großkredite und gestiegene Zinsen für Kleinkredite wider. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte lagen im Mai den dritten Monat in Folge unverändert bei 3,80 %. Im historischen Vergleich ist dieses Niveau noch immer hoch, jedoch niedriger als der

im November 2023 verzeichnete Höchststand von 4,02 % (siehe Abbildung 16). Die Zinssätze für neu vergebene Konsumentenkredite an private Haushalte stiegen im Berichtsmonat leicht an. Trotz einer gewissen Volatilität wiesen sie dabei Anzeichen einer Stabilisierung auf hohem Niveau auf. Die Zinssätze für Kredite an Einzelunternehmen blieben indes stabil.

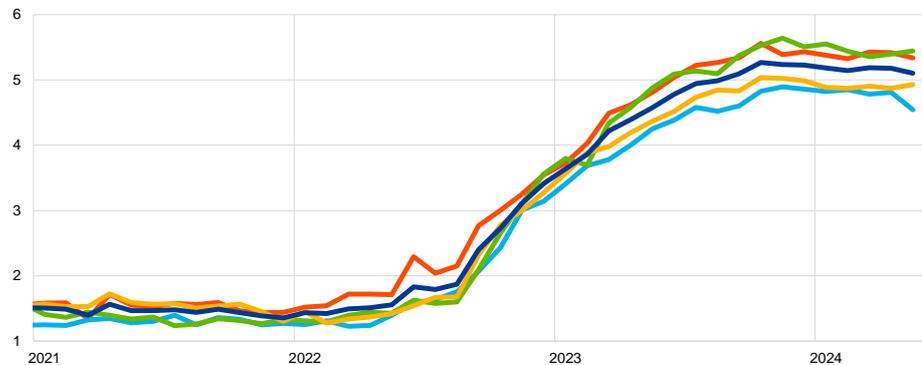
Abbildung 16

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

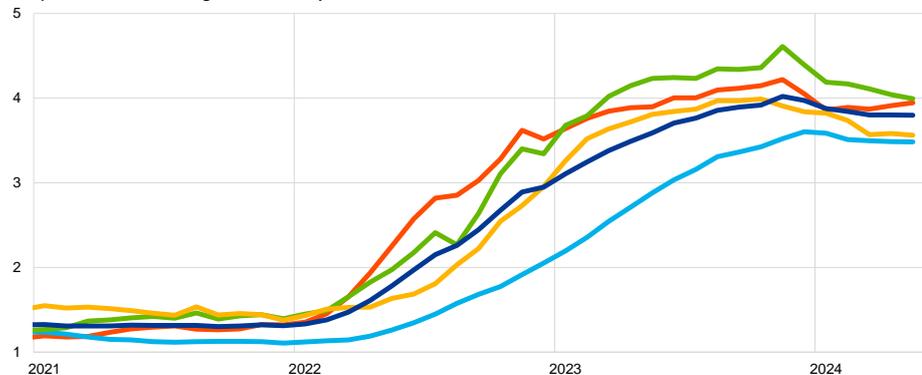
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



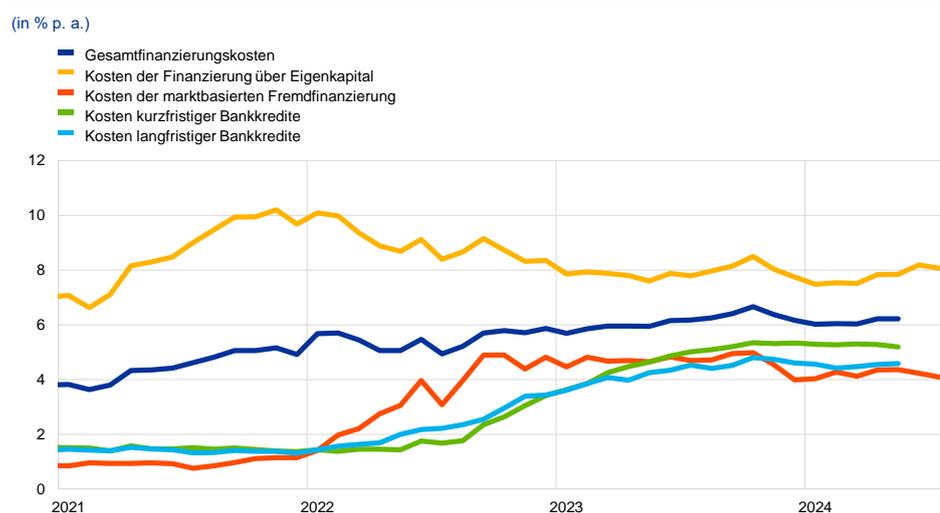
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Im Zeitraum vom 6. Juni bis zum 17. Juli 2024 sanken die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierende Fremdfinanzierung, während ihre Kosten für die Eigenfinanzierung stiegen. 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 Mai auf 6,2 %. Sie waren damit gegenüber dem Vormonat nahezu unverändert und

lagen deutlich unter dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 17).⁷ Dabei zeigten die einzelnen Kostenkomponenten keine wesentlichen Veränderungen. Eine Ausnahme bildeten die Kosten für Bankkredite, die sich bei den kurzfristigen Krediten verringerten und bei den Krediten mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr etwas erhöhten. Die Tageswerte vom 6. Juni bis zum 17. Juli 2024 belegen, dass sich die marktbasierende Fremdfinanzierung verbilligte, weil der Rückgang des risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps bestimmt) nicht durch die marginale Ausweitung der Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften – insbesondere im Hochzinsbereich – ausgeglichen werden konnte. Unterdessen verteuerte sich die Finanzierung über Eigenkapital, obwohl sich der risikofreie Zinssatz verringerte. Hierin zeigt sich ein deutlicher Anstieg der Aktienrisikoprämie.

Abbildung 17
 Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten (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 17. Juli 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten langfristiger und kurzfristiger Bankkredite auf Mai 2024 (Monatswerte).

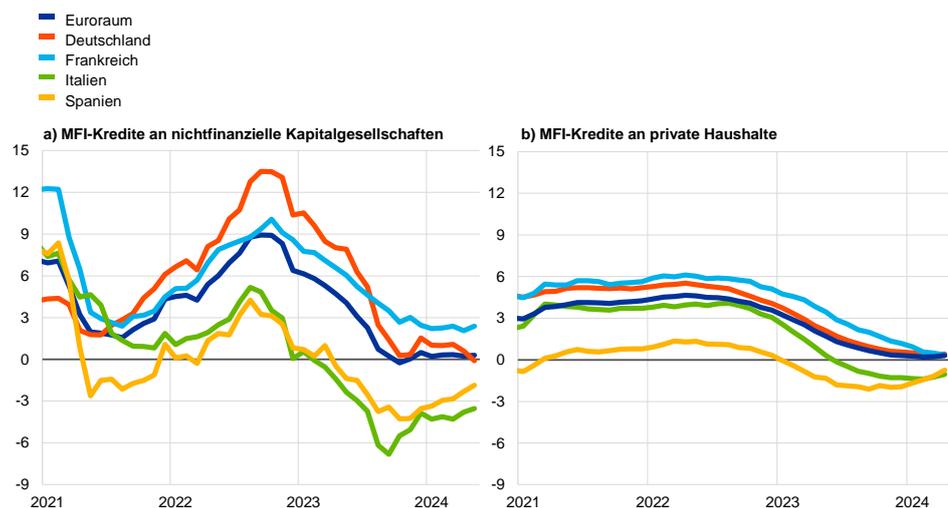
Angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der restriktiven Kreditrichtlinien blieb die Wachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte im Mai 2024 stabil auf ihrem Niveau von annähernd null. Das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte stieg im Mai geringfügig auf 0,3 %, verglichen mit 0,2 % im April (siehe Abbildung 18). Seit Jahresbeginn schwanken die Jahreswachstumsraten für beide Sektoren um dieses niedrige Niveau. Das fortwährend schwache Kreditwachstum ist darauf

⁷ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Mai 2024 vor.

zurückzuführen, dass sich die Kreditvergabe seit Anfang 2023 verhalten entwickelt hat. Dies wiederum hängt mit der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, den verschärften Kreditrichtlinien und dem dämpfenden Effekt der restriktiven Geldpolitik infolge höherer Kreditzinsen zusammen. Die Vergabe von Hypothekarkrediten entwickelte sich weiterhin nur schwach, während sich die Konsumentenkredite als recht widerstandsfähig erwiesen. Die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte, zu denen auch Kredite an Einzelunternehmen zählen, ging erneut zurück, wenngleich sich das Tempo verlangsamte. Aus den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Mai 2024 geht hervor, dass ein noch immer erheblicher, wenn auch per saldo sinkender 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 18
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

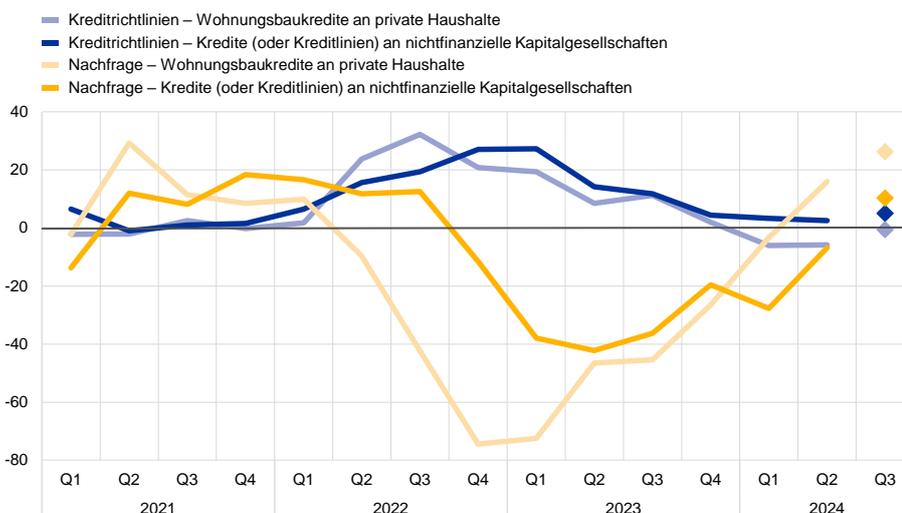
In der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2024 meldeten die Banken für das zweite Quartal 2024 erneut eine geringfügige Verschärfung ihrer Richtlinien für Unternehmenskredite sowie eine weitere leichte Lockerung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (siehe Abbildung 19). Durch die restriktiveren Richtlinien für Unternehmenskredite, die mit einem steigenden Anteil an abgelehnten Kreditanträgen einhergingen, nahm das Gesamtausmaß der umfangreichen Straffung, welche seit 2022 zu beobachten ist, nochmals zu. Diese Entwicklung ist in erster Linie auf die Risikotoleranz der Banken zurückzuführen. Dagegen war die Risikoeinschätzung der Banken nicht mehr so relevant wie während des Zinserhöhungszyklus. In Frankreich und Deutschland meldeten die Banken per saldo restriktivere Kreditrichtlinien. Lediglich in Italien berichteten die Banken insgesamt von einer Lockerung. Die Zahl der von den Banken abgelehnten Konsumentenkredite ist laut Umfrage gestiegen, und die entsprechenden Richtlinien wurden weiter verschärft. Als Hauptgrund nannten die

Banken die Risikoeinschätzung im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten und der Bonität der Kreditnehmer. Die Lockerung bei den Wohnungsbaukrediten war auf die Wettbewerbssituation zurückzuführen. Zugleich sank die Ablehnungsquote bei den entsprechenden Kreditanträgen. Für das dritte Quartal 2024 erwarten die Banken im Euroraum noch etwas restriktivere Richtlinien für Unternehmenskredite und weitgehend unveränderte Richtlinien für Kredite an private Haushalte.

Abbildung 19

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

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

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

Den Banken zufolge sank die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im zweiten Quartal 2024 weiter, während die Nachfrage nach Krediten an private Haushalte stieg.

Der Nachfragerückgang bei den Unternehmenskrediten fiel deutlich geringer aus als im Vorquartal. Er war vor allem den hohen Zinsen und den geringen Anlageinvestitionen geschuldet. Lagerhaltung und Betriebsmittel leisteten hingegen einen geringfügig positiven Beitrag zur Nachfrage. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und Konsumentenkrediten stieg erstmals seit Mitte 2022 wieder an. Ausschlaggebend hierfür waren die günstigeren Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, das gestiegene Verbrauchervertrauen und höhere Ausgaben für Gebrauchsgüter. Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten stieg weniger stark an, als es die Banken erwartet hatten. Bei den Konsumentenkrediten nahm sie hingegen stärker zu als erwartet. Für das dritte Quartal 2024 gehen die Banken von einer moderaten Zunahme der Nachfrage nach Unternehmenskrediten aus. Sollte diese tatsächlich eintreten, so würde die Nachfrage erstmals seit dem dritten Quartal 2022 steigen. Die Banken erwarten zudem einen Nachfrageanstieg bei Krediten an private Haushalte und rechnen damit, dass die Wohnungsbaukredite deutlich stärker nachgefragt werden als Konsumentenkredite.

Laut der Umfrage verbesserte sich der Zugang zu Finanzierungsmitteln in den meisten Marktsegmenten, dürfte sich aber im dritten Quartal 2024 in allen Segmenten verschlechtern. Der Zugang der Banken zur Finanzierung über Schuldverschreibungen hat sich verbessert. Gleiches gilt für die Finanzierung am Geldmarkt, wenn auch in geringerem Maße. Ihr Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen blieb insgesamt weitgehend unverändert, verschlechterte sich aber bei der kurzfristigen Finanzierung abermals leicht. Die für das dritte Quartal 2024 erwartete Verschlechterung des Zugangs zu Finanzierungsmitteln ist vor allem auf die Antworten der französischen Banken zurückzuführen. In diesen spiegelt sich möglicherweise die gestiegene politische Unsicherheit wider, denn die Umfrage wurde zwar nach Ankündigung der vorgezogenen Parlamentswahlen in Frankreich, aber vor dem ersten Wahlgang durchgeführt.

Ihre Einschätzung von Kreditrisiken in den Kreditportfolios veranlasste die Banken im ersten Halbjahr 2024 dazu, die Kreditvergabebedingungen etwas restriktiver zu gestalten. Die Kreditrichtlinien für Unternehmen wiesen eine gewisse Heterogenität zwischen den einzelnen Wirtschaftssektoren auf und wurden für den Gewerbeimmobiliensektor besonders stark verschärft. Die NPL-Quoten und andere Indikatoren der Kreditqualität hatten im ersten Halbjahr 2024 laut der Umfrage per saldo einen straffenden Effekt auf die Richtlinien für Unternehmenskredite und für Konsumentenkredite und einen weitgehend neutralen Effekt auf die Richtlinien für Wohnungsbaukredite. Wie in vergangenen Umfragen nannten die Banken eine gestiegene Risikoeinschätzung und eine gesunkene Risikotoleranz sowie einen erhöhten Druck aufgrund von aufsichtlichen und regulatorischen Anforderungen als Hauptgründe für die verschärfende Wirkung der NPL-Quoten. Die Kreditrichtlinien für Unternehmen wurden in der ersten Jahreshälfte 2024 über alle Wirtschaftssektoren hinweg weiter verschärft, wobei die Bandbreite der Straffung von einer sehr leichten Nettostraffung im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe bis hin zu einer relativ starken Nettostraffung im Gewerbeimmobiliensektor reichte. Die Banken berichteten auch, dass die Nachfrage nach Krediten oder Kreditlinien in den meisten Wirtschaftssektoren mit Ausnahme des Dienstleistungssektors unter dem Strich zurückging. Für die zweite Jahreshälfte 2024 erwarten sie in den meisten Wirtschaftssektoren eine Nettoverschärfung der Kreditvergabebedingungen sowie einen moderaten Nettoanstieg der Kreditnachfrage. Ausnahmen bilden hier das Baugewerbe und der Gewerbeimmobiliensektor.

Klimarisiken und damit verbundene politische Maßnahmen schlugen sich weiterhin in der Straffung der Kreditvergabebedingungen gegenüber „braunen“ Unternehmen nieder. Die befragten Banken im Eurogebiet gaben an, dass die klimabedingten Risiken der Unternehmen und ihre Maßnahmen zur Bewältigung des Klimawandels in den letzten zwölf Monaten bei Ausleihungen an „braune“ Unternehmen per saldo eine restriktivere Kreditvergabepolitik bewirkten, wengleich die Verschärfung weniger stark ausgefallen sei als erwartet. „Braune“ Unternehmen tragen erheblich zum Klimawandel bei und haben die Umstellung auf klimafreundliche Geschäftsprozesse entweder noch nicht begonnen oder hierbei bislang nur geringe Fortschritte erzielt. Dagegen bewirkten die genannten Faktoren per saldo eine weitere Lockerung bei Ausleihungen an „grüne“ Unternehmen (die

nicht oder nur in geringem Maße zum Klimawandel beitragen) sowie an Unternehmen im Übergangsprozess (die zwar zum Klimawandel beitragen, jedoch bei der Umstellung auf klimafreundliche Geschäftsprozesse erhebliche Fortschritte erzielen). Als Hauptgrund für die restriktivere Kreditvergabepolitik gaben die Banken die physischen Risiken des Klimawandels an. In den kommenden zwölf Monaten dürften sich die klimabedingten Risiken nach Einschätzung der Banken etwas stärker verschärfend auf die Richtlinien für Ausleihungen an „braune“ Unternehmen auswirken, aber etwas stärker lockernd auf die Richtlinien für Kredite an „grüne“ sowie im Übergangsprozess befindliche Unternehmen.

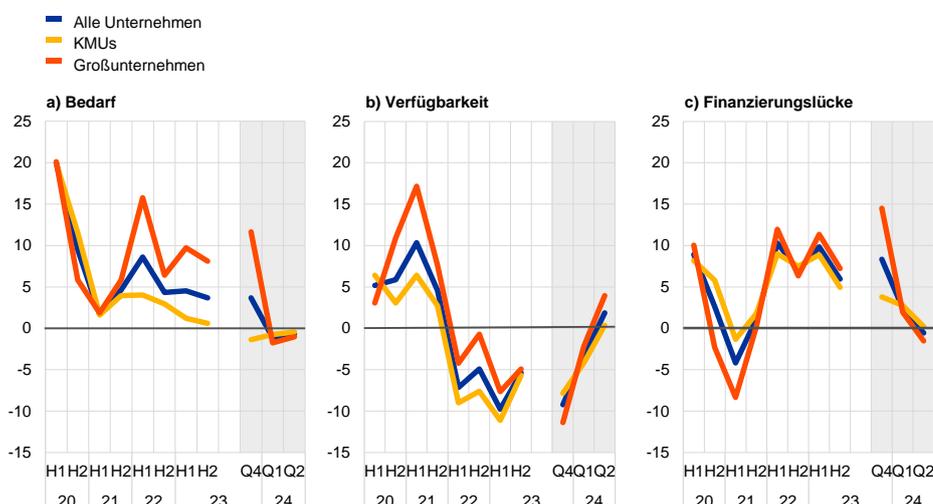
In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln (SAFE) gaben weniger Unternehmen an, dass sich die Finanzierungsbedingungen im zweiten Quartal 2024 gegenüber dem ersten Quartal verschärft hätten. Verglichen mit dem Vorquartal verringerte sich der Nettoanteil der Unternehmen, die einen Anstieg der Zinsen für Bankkredite meldeten, von 43 % auf 31 % und der Nettoanteil der Unternehmen, die eine Zunahme der sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen meldeten, von 37 % auf 28 %. Wie schon im ersten Quartal 2024 wurde nur in wenigen Antworten auf Hindernisse bei der Beschaffung von Bankkrediten verwiesen.

Den Unternehmen zufolge verbesserte sich auch die Verfügbarkeit von Bankkrediten geringfügig, und ihr Bedarf an Bankkrediten ging leicht zurück. Infolgedessen verkleinerte sich die entsprechende Finanzierungslücke etwas. Per saldo gaben 2 % der Unternehmen im zweiten Quartal 2024 an, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verbessert habe. Im Vorquartal hatten unter dem Strich noch 3 % eine Verschlechterung signalisiert (siehe Abbildung 20). Verantwortlich für diese Veränderung sind vor allem große Unternehmen, denn kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) meldeten im Durchschnitt keine Änderungen. Unabhängig von der Größe berichtete ein Nettoanteil von 1 % aller Unternehmen von einem Rückgang des Bedarfs an Bankkrediten im zweiten Quartal; dieser Anteil ist gegenüber dem Vorquartal stabil geblieben. Demzufolge verringerte sich die Finanzierungslücke, also die geschätzte Differenz zwischen dem Bedarf an und der Verfügbarkeit von Bankkrediten, per saldo für 1 % der Unternehmen, während im vorherigen Quartal per saldo 2 % der Firmen eine Ausweitung gemeldet hatten. Hierbei ist allerdings festzustellen, dass sich bei den Großunternehmen die Finanzierungslücke für per saldo 2 % der befragten Firmen verkleinerte, wohingegen sie für KMUs gleich blieb. Für die kommenden drei Monate rechnen die Unternehmen mit einer weiteren Verbesserung der Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln. Größere Unternehmen zeigen sich hierbei optimistischer als KMUs.

Abbildung 20

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

(Nettoanteil der befragten Unternehmen)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: KMUs steht für kleine und mittlere Unternehmen. Auf Basis von Daten der Unternehmen, für die das betreffende Instrument aufgrund einer bereits erfolgenden oder erwogenen Verwendung relevant ist. Die Antworten „Nicht zutreffend“ oder „Weiß nicht“ bleiben unberücksichtigt. Der Nettoanteil ist die Differenz zwischen dem Prozentsatz der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Prozentsatz der Unternehmen, die einen Rückgang meldeten. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 23 (April bis September 2020) bis 31 (April bis Juni 2024). Auf der x-Achse bezeichnet H1 den Referenzzeitraum vom 2. Quartal bis zum 3. Quartal des genannten Jahres und H2 den Referenzzeitraum vom 4. Quartal bis zum 1. Quartal des Folgejahres. Die grau schattierten Bereiche zeigen die Antworten auf dieselbe Frage, allerdings auf vierteljährlicher Basis. Der Indikator der Finanzierungslücke kombiniert Daten zum Finanzierungsbedarf mit Daten zur Verfügbarkeit von Bankkrediten auf Unternehmensebene. Hierbei nimmt er einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung gewichteter Nettoanteile (in %) werden die Werte mit 100 multipliziert.

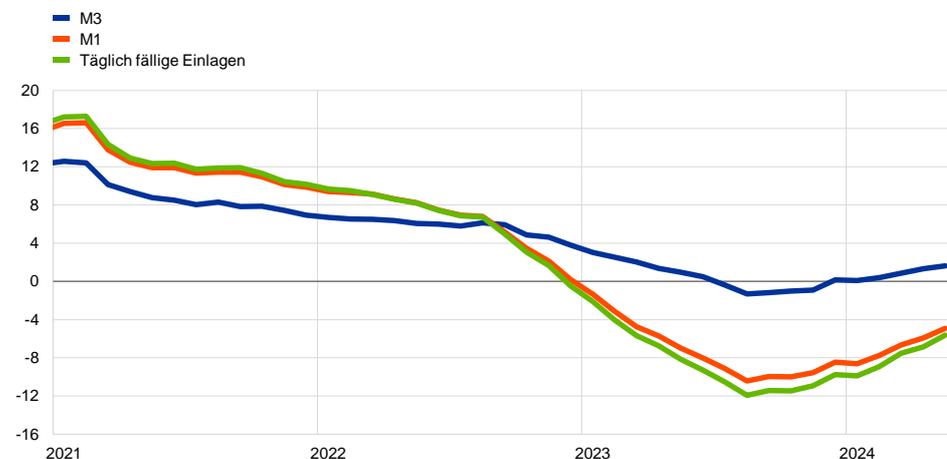
Das Volumen der Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten nahm im Mai 2024 weiter zu, wenngleich sich die Umschichtung zulasten von täglich fälligen Einlagen allmählich abflachte.

Der Rückgang der täglich fälligen Einlagen verlangsamte sich, und die Jahresänderungsrate fiel mit -5,6 % im Mai weniger negativ aus als im April (-6,8 %; siehe Abbildung 21). Die fortbestehende Präferenz der Unternehmen und privaten Haushalte für Termineinlagen und marktfähige Finanzinstrumente erklärt sich nach wie vor dadurch, dass diese immer noch deutlich höher verzinst werden als täglich fällige Einlagen. Während die Zuflüsse bei den Einlagen weiterhin erheblich stärker auf Termineinlagen ausgerichtet sind als in der Vergangenheit, verliert diese Verlagerung inzwischen an Schwung. Deshalb stabilisiert sich der Renditeabstand zwischen den beiden Instrumenten allmählich. Die Einlagenallokation der Unternehmen nähert sich wieder mehr den historischen Verteilungsmustern an. Von März bis Mai wurden bei den täglich fälligen Einlagen der Unternehmen drei aufeinanderfolgende, wenn auch begrenzte monatliche Zuflüsse verzeichnet. Die Zuflüsse bei den Einlagen von Unternehmen und Privathaushalten wurden indes durch Abflüsse bei den Geldmarktfonds teilweise ausgeglichen. Dies geschah vor dem Hintergrund rückläufiger Kurzfristzinsen im Mai.

Abbildung 21

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2024.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) im Euroraum setzte die allmähliche Erholung im Mai 2024 fort, was durch Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland begünstigt wurde.

Seit Anfang 2024 nimmt das Geldmengenwachstum schrittweise zu. Im Mai stieg das Wachstum von M3 auf 1,6 % nach 1,3 % im April (siehe Abbildung 21). Der jährliche Zuwachs der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, verharrte im negativen Bereich. Doch das Tempo des Rückgangs verlangsamte sich von -5,9 % im April auf -4,9 % im Mai. Angesichts der stagnierenden Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen, der fortwährenden Verkürzung der Bilanz des Eurosystems und der Emission von Bankanleihen vor dem Hintergrund der laufenden Rückzahlungen von GLRG-Mitteln leisteten lediglich die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland einen durchweg positiven Beitrag zum Geldmengenwachstum.

Kästen

1 Geopolitik und Handel im Euroraum und in den Vereinigten Staaten: Verringerung der Importrisiken?

Ivelina Ilkova, Laura Lebastard und Roberta Serafini

In den vergangenen Jahren hat eine Reihe negativer Schocks die Anfälligkeiten im Zusammenhang mit der Beschaffung importierter Waren aufgezeigt. Als Reaktion darauf haben einige Unternehmen sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten ihre Beschaffungsstrategien verändert (oder planen dies zu tun), um die Resilienz ihrer Lieferketten zu erhöhen.¹ Auf Basis detaillierter Daten auf Produktebene wird im vorliegenden Kasten untersucht, inwieweit und auf welche Weise die beiden Wirtschaftsräume ihre Beschaffungsstrategien seit 2016 modifiziert haben und welche Folgen dies für die Importpreise haben könnte. Im genannten Jahr begannen geopolitische Überlegungen eine größere Rolle in den Handelsbeziehungen zu spielen, und die Sorge kam auf, dass damit verbundene Risiken abgebaut werden müssen.² Der Schwerpunkt der Analyse liegt auf zwei unterschiedlichen, sich jedoch nicht ausschließenden Beschaffungsstrategien zur Stärkung der Lieferkettenresilienz und zur Berücksichtigung nationaler Sicherheitsbedenken: Diversifizierung (Erhöhung der Anzahl von Beschaffungsländern) und Neuausrichtung (Verringerung des Marktanteils des Hauptbeschaffungslands).³

In den letzten zehn Jahren hat der Euroraum seine Importquellen nach und nach diversifiziert, wenngleich es keine Anzeichen dafür gibt, dass sich dieser Prozess im Vergleich zu früheren Jahren beschleunigt hat. Seit 2016 hat das Eurogebiet die Zahl der Bezugsländer pro Produkt schrittweise erhöht (auch bei Gütern von strategischer Bedeutung)⁴, wobei seit der Pandemie eine leichte

¹ Siehe Europäische Investitionsbank, [EIB-Investitionsumfrage – Europäische Union, Überblick](#), 2023; EZB, [Globale Produktion und Lieferkettenrisiken – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2023.

² Im Jahr 2016 kam es zu starken Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China, die den Beginn umfangreicher Verschiebungen im Handel der USA einläuteten. Für den Euroraum hat das genannte Jahr zwar nicht dieselbe Bedeutung, da dort erst ab 2019 größere Veränderungen zu beobachten waren; die Analyse dennoch im Jahr 2016 beginnen zu lassen, hat den Zweck, einen einheitlichen Vergleichszeitraum zu schaffen. Dieses Vorgehen dient dazu, wichtige Ereignisse zu erfassen, die sowohl die Vereinigten Staaten als auch den Euroraum betrafen, und vermittelt ein klareres Bild davon, inwiefern sich die Handelsmuster in den beiden Wirtschaftsräumen unterschiedlich entwickelt haben. Die Ergebnisse haben auch dann noch Bestand, wenn die Analyse für den Euroraum im Jahr 2019 statt 2016 beginnt.

³ Exportstrategien sind zwar nicht Gegenstand der Analyse, doch können auch sie sich im Hinblick auf den Kundenstamm in geopolitisch entfernten Ländern als Reaktion auf geopolitische Spannungen verändern.

⁴ Zur Definition von strategischen Gütern siehe Europäische Kommission, [Strategic dependencies and capacities](#), Commission Staff Working Document, Nr. 352, 2021. Die Europäische Kommission hat strategische Abhängigkeiten im Zusammenhang mit bestimmten importierten Vorleistungen anhand von drei Indikatoren ermittelt. Dies sind die Konzentration (gemessen am Herfindahl-Hirschman-Index und den Marktanteilen der Beschaffungsländer außerhalb der EU), die Bedeutung der Nachfrage (Anteil der Einfuhren aus Drittländern an den gesamten Einfuhren der EU) und die Substituierbarkeit (Verhältnis der Einfuhren aus Drittländern zu den gesamten Ausfuhren der EU). Für die Vereinigten Staaten wurde eine vergleichbare Produktgruppe konstruiert, wobei die Methode der Europäischen Kommission an die US-Daten angepasst wurde.

Beschleunigung zu beobachten ist (siehe Abbildung A, Grafik a). Dabei scheint es sich jedoch um die Fortsetzung eines Prozesses zu handeln, der sich seit dem Beginn des Jahrhunderts vollzieht. In den Vereinigten Staaten ist die Diversifizierung dagegen weniger deutlich.

Die Diversifizierung hat jedoch eine zunehmend geopolitische Dimension, wobei sowohl der Euroraum als auch die Vereinigten Staaten den Import derjenigen Produkte diversifizieren, die vergleichsweise mehr aus geopolitisch entfernten Ländern bezogen werden. Bei der Untersuchung, inwieweit diese Diversifizierung geopolitische Gründe hat, werden die Bezugsländer als geopolitisch nahestehend (z. B. die G-7-Länder, die EU-Mitgliedstaaten, Australien, Südkorea und die Türkei) oder als geopolitisch entfernt (z. B. China, Russland, Iran, Nordkorea und Syrien) eingestuft.⁵ In Abbildung A, Grafik b werden die Ergebnisse einer Ereignisstudie veranschaulicht. In dieser Studie wurde geschätzt, ob die Gesamtzahl der Beschaffungsländer eines importierten Produktes davon beeinflusst wird, ob seine Hauptquelle ein geopolitisch entferntes Land oder ein geopolitisch nahestehendes Land ist.⁶ Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass seit 2016 die Importquellen von Produkten, die relativ gesehen vermehrt aus geopolitisch entfernten Ländern bezogen werden, signifikant stärker diversifiziert wurden. Zudem hat das Ausmaß der Diversifizierung in beiden Wirtschaftsräumen zugenommen, vor allem seit 2021.

⁵ Geopolitisch nahestehende und geopolitisch entfernte Länder werden anhand ihres Abstimmungsverhaltens in der Generalversammlung der Vereinten Nationen zu den Sanktionen gegen Russland definiert (Resolution ES-11/3). Länder, die sich der Stimme enthalten haben, werden als neutral betrachtet und der Gruppe der geopolitisch nahestehenden Länder zugerechnet. Der Ansatz, geopolitische Gemeinsamkeiten auf Basis des Abstimmungsverhaltens der Länder bei den Vereinten Nationen zu identifizieren, entspricht dem Vorgehen in: Campos et al., Geopolitical fragmentation and trade, *Journal of Comparative Economics*, Bd. 51, Nr. 4, 2023, S. 1289-1315; siehe auch EZB, [Friendshoring globaler Wertschöpfungsketten: eine modellbasierte Bewertung](#), Kasten 3, *Wirtschaftsbericht 2/2023*.

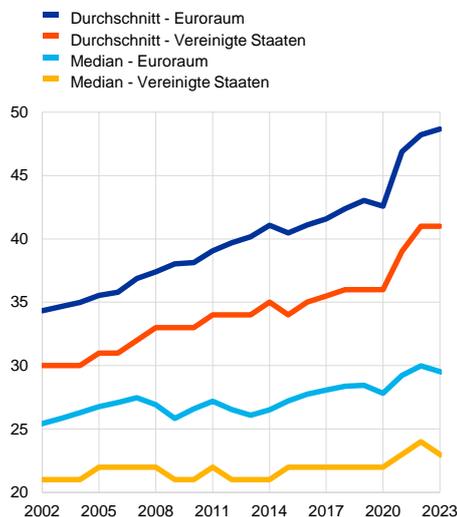
⁶ Dies wird gemäß folgender Formel für den Euroraum und die Vereinigten Staaten gesondert geschätzt: $Anzahl\ der\ Beschaffungsländer_{it} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k \text{Zeitdummy}_{kt} \times \text{Dummy}_{geopol. Entfernungs}_i + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$, wobei die abhängige Variable der Anzahl der Beschaffungsländer für Produktklasse i der sechsstelligen Ebene nach dem Harmonisierten System (HS) der Weltzollorganisation zum Zeitpunkt t entspricht und k die Anzahl der Jahre seit 2016 ist. Die Versuchsgruppe sind die Produktgruppen, deren Hauptzulieferer in den Jahren 2014-2016 eine geopolitisch entfernte Volkswirtschaft war, während die Kontrollgruppe jene Produktgruppen umfasst, deren Hauptbeschaffungsland im gleichen Zeitraum ein geopolitisch nahestehendes Land war. Die Regression berücksichtigt produkt- und zeitspezifische fixe Effekte.

Abbildung A

Diversifizierung der Beschaffungsländer des Euroraums und der Vereinigten Staaten

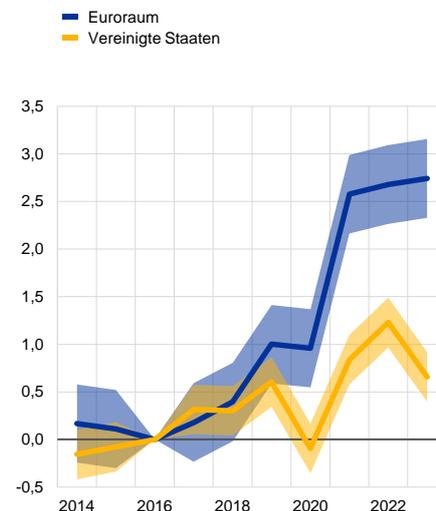
a) Anzahl der Beschaffungsländer je Produkt

(Durchschnitts- und Medianwerte)



b) Diversifizierung bei geopolitisch entfernten Hauptbeschaffungsländern

(Unterschiede in der Anzahl der Beschaffungsländer verglichen mit Importen aus geopolitisch nahestehenden Ländern)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Waren werden auf der detailliertesten Ebene der Produkteigenschaften definiert, die einen länderübergreifenden Vergleich zulässt (sechsstellige Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System (HS) der Weltzollorganisation). Grafik b zeigt die Ergebnisse einer Ereignisstudie, in der die Anzahl der Beschaffungsländer für ein bestimmtes Produkt, dessen Hauptbeschaffungsland eine geopolitisch entfernte Volkswirtschaft ist, mit der entsprechenden Anzahl bei einem geopolitisch nahestehenden Hauptbeschaffungsland verglichen wird. Die für die Euroraum-Regression verwendeten Daten beinhalten nicht den Handel innerhalb des Euroraums. Das Referenzjahr ist 2016. Die schattierten Bereiche stellen die Konfidenzintervalle von 95 % dar.

Während eine Diversifizierung von Importquellen schon seit einigen Jahren zu einem gewissen Maße stattfindet, ist die Evidenz einer Verschiebung der Abhängigkeiten des Euroraums und der Vereinigten Staaten von geopolitisch entfernten Ländern eher gemischt. Aggregierte Daten deuten darauf hin, dass der Marktanteil Chinas an den Importen des Eurogebiets seit 2016 um 3 Prozentpunkte gestiegen, an den US-Importen hingegen um 11 Prozentpunkte gesunken ist. Seit 2022 ist der Euroraum stärker auf chinesische Importe angewiesen als die Vereinigten Staaten. Mit Blick auf Russland haben sowohl der Euroraum als auch die USA ihren jeweiligen Importmarktanteil entsprechend den Sanktionsbeschlüssen und den damit verbundenen Embargos verringert. Abgesehen von den Einfuhren aus China und Russland gibt es jedoch nur wenige Anhaltspunkte für eine Neuausrichtung der Importstrategie. So sind die aggregierten Importanteile geopolitisch entfernter Länder im Euroraum wie auch in den Vereinigten Staaten stabil geblieben, und keiner der beiden Wirtschaftsräume hat seine Einfuhren aus diesen Ländern in nennenswertem Umfang auf andere Märkte verlagert.

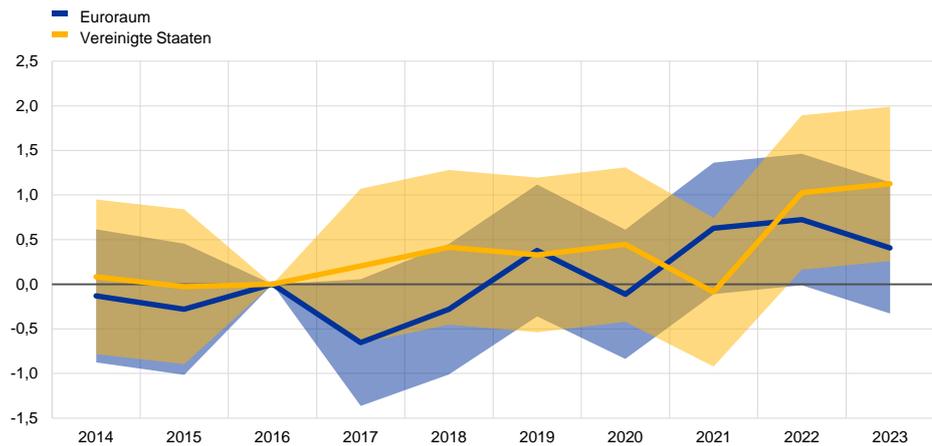
Die Evidenz auf Produktebene verdeutlicht, dass es nur begrenzte Neuausrichtungen von einem Hauptlieferland zu neuen Beschaffungsländern gegeben hat. Im Hinblick auf strategische Güter wird die Importentwicklung von Produkten, die überwiegend aus einem geopolitisch entfernten Land bezogen wurden, mit der Entwicklung von Produkten verglichen, die vornehmlich aus einem geopolitisch nahestehenden Land stammen. Die Ergebnisse einer Ereignisstudie bieten kaum Evidenz dafür, dass der Euroraum oder die Vereinigten Staaten ihre

Importe aus geopolitisch entfernten Ländern substantiell verringert haben (siehe Abbildung B).⁷

Abbildung B

Veränderung der Bedeutung eines Hauptbeschaffungslands für strategisch wichtige Güter, wenn es für den Euroraum und die Vereinigte Staaten ein geopolitisch entferntes Land ist

(Differenz zum Importniveau von Waren aus geopolitisch nahestehenden Ländern in %)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Ergebnisse einer Ereignisstudie, in der das Niveau der Importe strategisch wichtiger Güter aus geopolitisch nahestehenden mit dem geopolitisch entfernter Länder verglichen wird. Die Datenbank enthält Angaben zum Importvolumen strategisch wichtiger Güter aus allen Handelspartnerländern auf der sechsstelligen Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System (HS) der Weltzollorganisation. Angaben zu Waren, die unter Kapitel 27 der HS-Klassifizierung fallen (mineralische Brennstoffe, Mineralöle und Erzeugnisse ihrer Destillation; bituminöse Stoffe; Mineralwaxse), wurden nicht berücksichtigt. Die für die Euroraum-Regression verwendeten Daten beinhalten nicht den Handel innerhalb des Euroraums. Das Referenzjahr ist 2016. Die schattierten Bereiche stellen die Konfidenzintervalle von 95 % dar.

Die Auswirkungen auf die Importpreise unterscheiden sich je nach Beschaffungsstrategie.

Lieferanten aus neuen Bezugsländern sind bei einem identischen Produkt tendenziell teurer als bestehende Zulieferer (siehe Abbildung C, Grafik a). Die Auswirkungen auf die aggregierten Importpreise sind jedoch gering: Im Zeitraum von 2016 bis 2023 entfiel im Durchschnitt nur ein geringer Anteil der Gesamteinfuhren (0,2 % bis 0,3 %) auf Produkte aus neuen Bezugsländern. Dies deutet darauf hin, dass die Preise auf aggregierter Ebene kaum beeinflusst wurden.

Bei den Produkten, die entweder der Euroraum oder die Vereinigten Staaten aus einem anderen Hauptbeschaffungsland beziehen, scheint die Neuausrichtung überwiegend darauf abzuzielen, die Kosten zu senken, und weniger darauf, die Lieferkettenresilienz zu stärken oder nationalen Sicherheitsbedenken zu begegnen.

Die Neuausrichtung zulasten des bisherigen Hauptbeschaffungslands hat in erster Linie zu einer Verlagerung der Einfuhren in preisgünstigere Bezugsländer geführt. Dies gilt sowohl für den Euroraum als auch für die Vereinigten Staaten. Beide Wirtschaftsräume beziehen ihre Importe seit 2016 im Schnitt zwar tendenziell aus günstigeren Beschaffungsländern, doch gibt es seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Jahr 2022 gewisse Anzeichen für eine

⁷ Die Abbildung zeigt den geschätzten Wert β_k der Spiegelregression in Abbildung A, Grafik b: $\ln \text{Importe}_{ijt} = \sum_{k=-2}^2 \beta_k \text{Zeitdummy}_{kt} \times \text{Dummy}_{\text{geopol. Entfernung}_j} + FE_{ij} + FE_t + \varepsilon_{ijt}$, wobei die abhängige Variable dem natürlichen Logarithmus der Importe von Produkt i aus dem Hauptbeschaffungsland j in den Euroraum bzw. in die USA zum Zeitpunkt t entspricht.

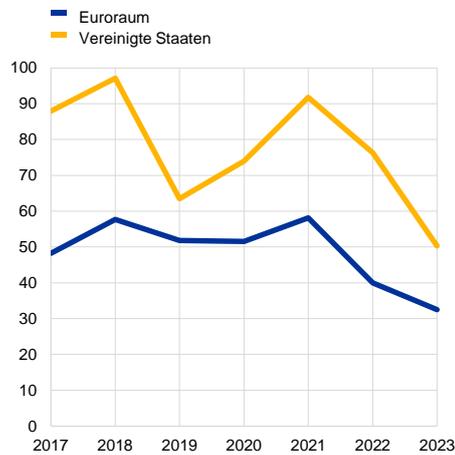
Veränderung, da dieses Ereignis eine Neuausrichtung hin zu vergleichsweise teureren Bezugsländern nach sich zog (siehe Abbildung C, Grafik b). In der Tat ist die Verlagerung der Einfuhren von einem geopolitisch entfernten Hauptlieferland hin zu einem geopolitisch nahestehenden Zulieferer mit einer Preissteigerung von im Median 30 % (Euroraum) bzw. 40 % (Vereinigte Staaten) verbunden. Erfolgt die Umschichtung innerhalb einer Gruppe geopolitisch nahestehender Länder, so ist der Einfluss auf die Einfuhrpreise weitgehend neutral.

Abbildung C

Auswirkungen der Risikominderungsstrategien des Euroraums und der Vereinigten Staaten auf die Importpreise

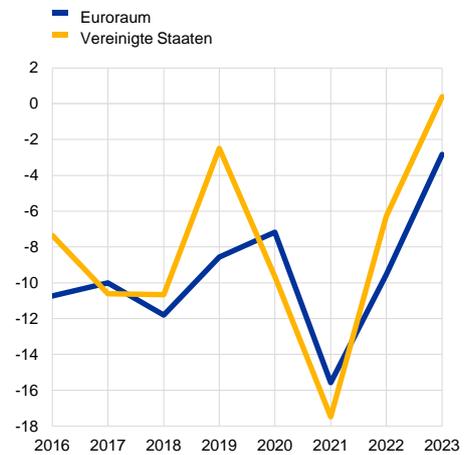
a) Zwischen neuen und bereits bestehenden Produkt-Land-Strömen

(Differenz in %; Median der HS6-Produkte)



b) Zwischen Beschaffungsländern mit gestiegenen und jenen mit gesunkenen oder stagnierenden Importanteilen

(Differenz in %; Median der HS6-Produkte)



Quelle: Trade Data Monitor.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Preisdifferenz zwischen einem Produkt aus neuen Beschaffungsländern (d. h. einem Produkt, das im Vorjahr nicht aus dem Beschaffungsland importiert wurde) und demselben Produkt aus bereits bestehenden Beschaffungsländern (d. h. einem Produkt, das bereits im Vorjahr aus diesem Beschaffungsland importiert wurde). Um Verzerrungen durch Gelegenheitsimporteure zu vermeiden, werden nur Länder berücksichtigt, aus denen auch im Folgejahr (mit Ausnahme von 2023) noch Waren importiert wurden. Grafik b zeigt die Preisdifferenz zwischen einem Produkt aus Beschaffungsländern, deren Marktanteil im Vergleich zum Vorjahr gestiegen ist, und demselben Produkt aus Beschaffungsländern, deren Marktanteil gesunken ist oder stagniert hat. HS6 steht für die sechsstellige Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System der Weltzollorganisation.

Aktuelle länderspezifische und sektorale Entwicklungen der Arbeitsproduktivität im Euroraum

António Dias da Silva, Antonella Fabrizio und Matthias Mohr

In den vergangenen vier Jahren wurde das Produktivitätswachstum im Euroraum unter anderem durch eine Kombination verschiedener negativer Schocks verlangsamt. Dazu beigetragen haben die Pandemie, die Störungen in den globalen Lieferketten und die Energiepreisanstiege ab 2021, die durch Russlands Krieg gegen die Ukraine noch verschärft wurden. Besonders betroffen hiervon waren die Industrie, der Groß- und Einzelhandel sowie das Baugewerbe. Die Produktivitätsdynamik war dementsprechend schwächer als in der Vergangenheit. Die durchschnittliche Produktivität je Beschäftigten ist seit dem vierten Quartal 2019 im Schnitt um 0,2 % pro Jahr gesunken, verglichen mit einem durchschnittlichen Wachstum von 0,8 % pro Jahr vor der Pandemie. Seit dem vierten Quartal 2019 beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate der Produktivität je Stunde 0,2 % pro Jahr. Vor der Pandemie belief sie sich im Schnitt auf 1,2 % pro Jahr. Im ersten Quartal 2024 fiel die Produktivität je Beschäftigten um 0,7 % niedriger aus als im Schlussquartal 2019, während die Produktivität je geleisteter Arbeitsstunde lediglich 0,7 % höher war als im Schlussquartal 2019 (siehe Abbildung A).

Neben konjunkturellen Faktoren könnten bei der Produktivitätsverlangsamung auch strukturelle Faktoren eine Rolle gespielt haben.¹ Produktivität ist von Natur aus prozyklisch: Sie steigt in Aufschwungphasen und sinkt in Rezessionen. Im Euroraum geben Arbeitsmarktinstitutionen und gesellschaftliche Präferenzen dem Beschäftigungsschutz Vorrang vor der Flexibilität, was sich beispielsweise in den während der Pandemie aufgelegten Programmen zur Arbeitsplatzsicherung zeigte.² Allerdings lässt sich noch nicht beurteilen, ob die umfassende Inanspruchnahme der Arbeitsplatzerhaltungsmaßnahmen und die Auswirkungen der seit 2021 gestiegenen Energiepreise lediglich einen konjunkturellen Effekt haben oder ob sie die bereits bestehende strukturelle Schwäche verschärfen.³

Betrachtet man die fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums, weisen vor allem Frankreich den größten Rückgang und Spanien den größten Anstieg der Produktivität je geleisteter Arbeitsstunde auf. So stieg in Frankreich der Arbeitseinsatz sowohl je geleisteter Arbeitsstunde als auch je Beschäftigten etwa doppelt so schnell wie das BIP, was zum Teil darauf zurückzuführen war, dass mehr Ausbildungsverträge angeboten wurden. Da Auszubildende im Durchschnitt weniger produktiv sind als erfahrene Arbeitskräfte, hat dies womöglich zu dem kurzfristig beobachteten kräftigen Produktivitätsrückgang beigetragen (siehe Abbildung A). Spanien verzeichnete ein solides Wachstum der Arbeitsproduktivität je Stunde.

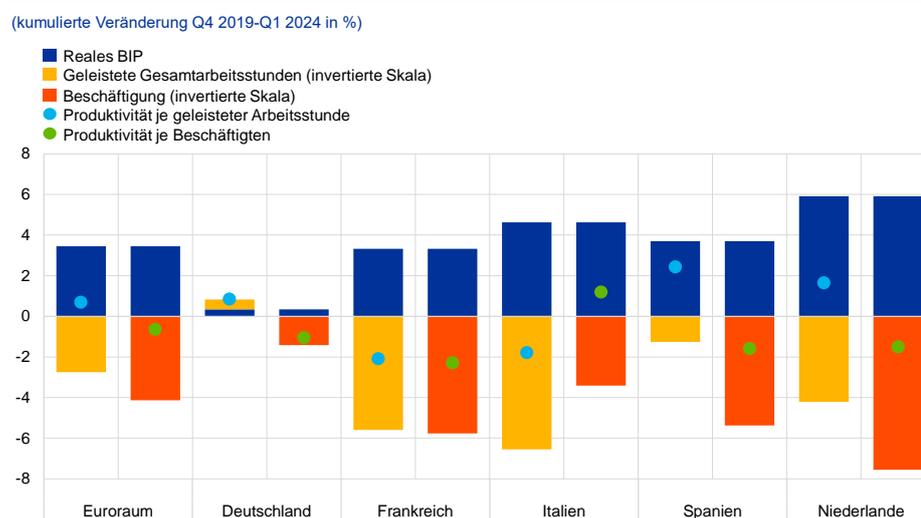
¹ Siehe O. Arce und D. Sondermann, [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai 2024.

² Der Anteil der Unternehmen, die Arbeitskräfte horteten, war während der Pandemie und danach deutlich erhöht. Siehe EZB, [Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2024.

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

Bedingt war dies zum Teil durch einen kräftigen Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden, da das Produktivitätswachstum je Beschäftigten negativ war. In allen der fünf größten Volkswirtschaften war das Wachstum der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten negativ. Eine Ausnahme bildete Italien, das einen starken Anstieg der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden verzeichnete. Erklären lassen sich diese Entwicklungen vor allem durch sektorale Unterschiede. So wurde das Produktivitätswachstum in Italien beispielsweise durch das Baugewerbe gestützt, während von diesem Sektor in den anderen vier größten Volkswirtschaften negative Wachstumseffekte ausgingen.⁴ Der Beitrag des öffentlichen Sektors zur Produktivität je Beschäftigten war in allen fünf Ländern negativ.

Abbildung A
Wachstum der Arbeitsproduktivität nach Land



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Im Euroraum insgesamt verlangsamte sich das Produktivitätswachstum auf breiter Front, wenngleich Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren zu beobachten waren.⁵ Den größten kumulierten Produktivitätsrückgang in der Zeit vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2024 verzeichnete das Baugewerbe. Gründe dafür waren eine niedrigere Bruttowertschöpfung und ein starker Anstieg der Beschäftigung und der geleisteten Arbeitsstunden (siehe Abbildung B). Zusammengenommen trugen diese beiden Faktoren im genannten Sektor zu einem Rückgang der Arbeitsproduktivität von rund 8 % bei. In größeren Sektoren wie dem Handel und Verkehr und dem öffentlichen Sektor sank die Produktivität je Beschäftigten, während die Produktivität je geleisteter Arbeitsstunde

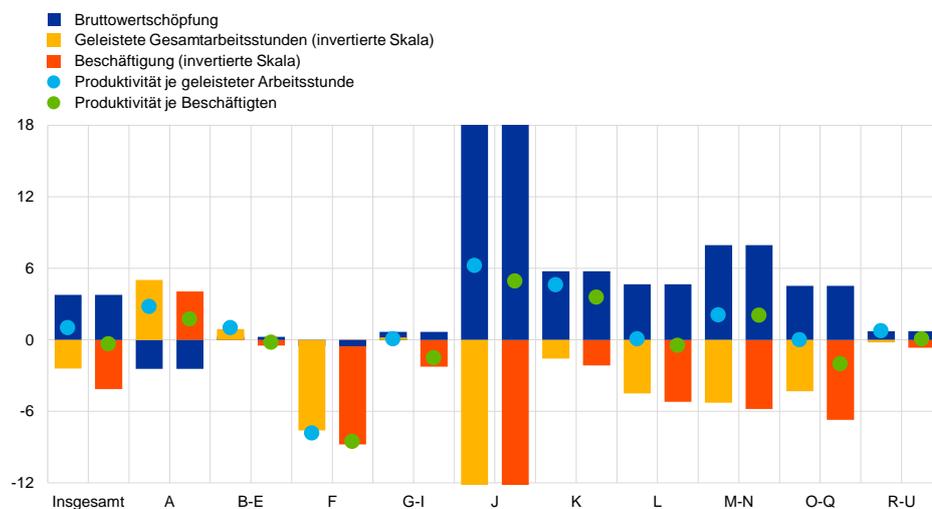
⁴ Das Baugewerbe profitierte von 2020 eingeführten Steuererleichterungen, um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie auf die privaten Haushalte und Unternehmen zu mindern. Demzufolge konnten Eigentümer von Wohnimmobilien unter bestimmten Bedingungen bis zu 110 % der Renovierungskosten für ihre Immobilien steuerlich absetzen.

⁵ Für die sektorale Analyse wird die Bruttowertschöpfung durch die Beschäftigung oder die geleisteten Arbeitsstunden geteilt. Es ergeben sich geringfügig andere Zahlen als bei einer Berechnung mit dem BIP im Zähler (siehe Abbildung A und B).

weitgehend stagnierte.⁶ Die Informations- und Kommunikationsdienstleister verzeichneten einen deutlichen Produktivitätszuwachs, der auf die kräftige Steigerung der Bruttowertschöpfung zurückzuführen war. Verglichen jedoch mit der Veränderung im Vierjahreszeitraum vor der Pandemie (also einem ähnlich langen Zeitraum), fiel die Verlangsamung des Produktivitätswachstums in diesem Sektor am deutlichsten aus und war nur im Baugewerbe noch größer. In einigen Sektoren lässt sich der Vierjahreszeitraum in zwei Phasen unterteilen. So wies das verarbeitende Gewerbe bis Mitte 2022 kumulierte Produktivitätswachstumsraten je Beschäftigten und je geleisteter Arbeitsstunde von 3,7 % bzw. 5 % auf. Unter anderem infolge des Energiepreisschocks kehrte sich das Produktivitätswachstum jedoch ins Negative. Gegenüber dem Vorpandemiezeitraum ergab sich somit ein negatives kumuliertes Produktivitätswachstum je Beschäftigten und ein kumulierter Produktivitätsanstieg von nur 1 % gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden. Im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen lag das Produktivitätswachstum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2022 je Beschäftigten bei 0,3 % und je geleisteter Arbeitsstunde bei 0,7 %, sank jedoch in der Zeit vom dritten Quartal 2022 bis zum ersten Quartal 2024 um 1,5 % bzw. 0,5 %.

Abbildung B
Wachstum der Arbeitsproduktivität nach Sektor

(kumulierte Veränderung Q4 2019-Q1 2024 in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die NACE-Rev.-2-Codes auf der x-Achse beziehen sich auf die folgenden Wirtschaftszweige:

Insgesamt: Gesamtwirtschaft; A: Land- und Forstwirtschaft, Fischerei; B-E: Industrie; F: Baugewerbe/Bau; G-I: Handel, Verkehr und Gastgewerbe/Beherbergung; J: Information und Kommunikation; K: Finanz- und Versicherungsdienstleistungen; L: Grundstücks- und Wohnungswesen; M-N: Freiberufliche, wissenschaftliche, technische und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen; O-Q: Öffentliche Dienstleistungen; R-U: Kunst, Unterhaltung, Erholung und sonstige Dienstleistungen. Die Angaben für den Informations- und Kommunikationssektor (J) liegen außerhalb des Skalenbereichs der Abbildung. Die tatsächlichen Werte betragen 23,1 % für die Bruttowertschöpfung, 15,8 % für die geleisteten Gesamtarbeitsstunden und 17,3 % für die Beschäftigung.

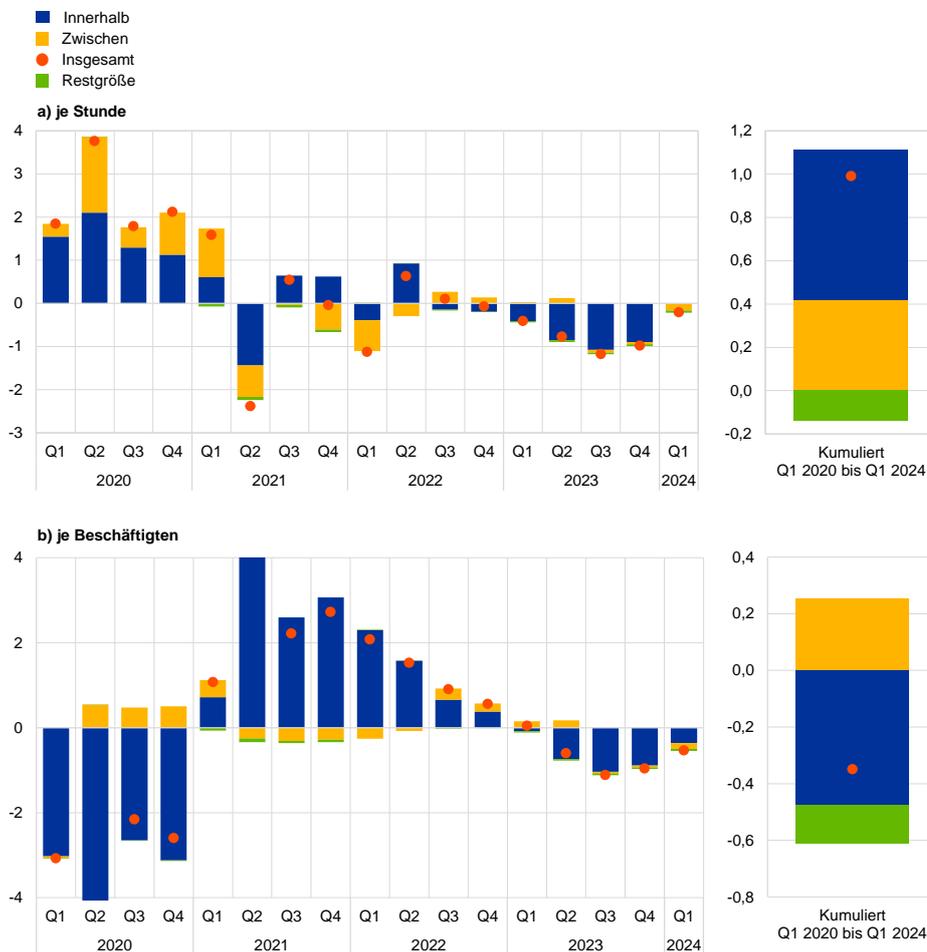
Erklären lässt sich das schwache Produktivitätswachstum eher durch eine rückläufige Entwicklung innerhalb der Sektoren als durch eine Reallokation von Arbeitskräften zwischen den Sektoren. Die Reallokation von Arbeitskräften von Sektoren mit niedriger Produktivität hin zu Sektoren mit hoher Produktivität hat

⁶ Die Produktivitätszahlen im Bereich der nicht marktbestimmten Dienstleistungen hängen vor allem von den Arbeitskosten ab. Ein im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung höherer Beschäftigungsaufbau belastete hingegen die Produktivität.

sich seit dem ersten Quartal 2020 positiv auf die kumulierten Produktivitätsveränderungen ausgewirkt. Ohne diesen positiven Effekt wäre die Arbeitsproduktivität je geleisteter Arbeitsstunde (siehe Abbildung C, Grafik a) und je Beschäftigten (siehe Abbildung C, Grafik b) noch niedriger gewesen. Die negativen Folgen der Pandemie haben diesen positiven Reallokationseffekt jedoch wieder aufgezehrt, der danach auf nahezu null zurückging. Der Anteil des Bereichs der weniger produktiven kontaktintensiven Dienstleistungen sank bis zum ersten Quartal 2021, wohingegen der Anteil der Sektoren mit hoher Produktivität (z. B. Industrie, Informations- und Kommunikationstechnik und freiberufliche Dienstleistungen) zunahm und während der Erholungsphase auf einem höheren Niveau blieb. Ein Blick auf die jährlichen Veränderungen zeigt, dass sich der Reallokationseffekt von Mitte 2021 bis Mitte 2022 infolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft umkehrte und danach nahezu neutral war. Somit löste die Pandemie keine wesentliche strukturelle Veränderung in der sektoralen Zusammensetzung der Wirtschaft aus: Im Vergleich zu 2019 blieben die Anteile der Sektoren sowohl in Bezug auf die geleisteten Gesamtarbeitsstunden als auch auf die Wertschöpfung weitgehend stabil.

Abbildung C Shift-Share-Analyse der Produktivitätsentwicklung

(jährliche und kumulierte Veränderungen Q1 2020-Q1 2024 in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Werte in Grafik b für das zweite Quartal 2020 und das zweite Quartal 2021 liegen außerhalb des Skalenbereichs der Abbildung. Im zweiten Quartal 2020 lag der Wert für „Innerhalb“ bei -11,9 %, die Gesamtveränderung betrug -11,3 %. Im zweiten Quartal 2021 lag der Wert für „Innerhalb“ bei 12,2 %, die Gesamtveränderung betrug 11,7 %. Die Berechnung erfolgt nach der Shift-Share-Analyse in C. Denis, K. McMorro 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.

Insgesamt lässt sich die Produktivitätsverlangsamung weitgehend auf die negativen Schocks zurückführen, die auf das BIP-Wachstum eingewirkt haben.

Die Pandemie und der Energiepreisschock haben das BIP im Euroraum belastet, wodurch die Produktivität aufgrund ihrer Prozyklizität auf breiter Front zurückging. Höhere Gewinnmargen bei zugleich niedrigeren Reallöhnen, ein kräftiger Anstieg der Erwerbersonnenzahl und eine geringere Anzahl an durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden haben zu einem Beschäftigungsaufbau geführt und zugleich die Prozyklizität verstärkt.⁷ Da diese Faktoren zum Teil an Bedeutung verlieren, sich also die Gewinne abschwächen und die Reallöhne erhöhen, dürften weitere Arbeitsmarktverbesserungen nur schwer zu erreichen sein, sofern sie sich nicht auf ein höheres Produktivitätswachstum stützen können.

⁷ Siehe O. Arce und D. Sondermann, a. a. O.

Analyse der jüngsten Umfragen zur Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euroraum im Jahr 2024

Valerie Jarvis und Barbara Schirato

Im vorliegenden Kasten werden die Aussichten für die Unternehmensinvestitionen im Euroraum im Jahr 2024 anhand aktueller Umfragen der Europäischen Kommission und der Europäischen Investitionsbank analysiert. Im Gefolge der Pandemie, der Energiekrise

2022-2023 und der anschließenden Verschärfung der Finanzierungsbedingungen verringerten sich die Unternehmensinvestitionen im Euroraum im vergangenen Jahr deutlich. Nach einem kräftigen Rückgang im Schlussquartal 2023 erhöhte sich die Investitionstätigkeit im ersten Quartal 2024 geringfügig. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024 deuten auf ein verhaltenes jährliches Wachstum der Investitionen für 2024 hin, was weitgehend den Umfrageergebnissen entspricht.

Die jüngste Investitionsumfrage der Europäischen Kommission lässt auf ein gedämpftes Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Jahr 2024 schließen. In der von der Europäischen Kommission halbjährlich durchgeführten

Investitionsumfrage werden die Unternehmen zu ihren Investitionsplänen befragt und um qualitative Aussagen für das entsprechende Jahr gebeten. In der Regel zeichnet die Umfrage das jährliche Wachstum der Unternehmensinvestitionen recht gut nach. Die Angaben für März/April 2024 legen den Schluss nahe, dass sich die Investitionsabsichten für 2024 in historischer Betrachtung (ohne Krisenzeiten) vor allem im verarbeitenden Gewerbe in Grenzen halten, wobei die Saldoindikatoren den Werten entsprechen, die normalerweise mit einer Stagnation der Unternehmensinvestitionen im Euroraum verbunden sind (siehe Abbildung A).¹ Auf ähnlich trübe Aussichten weist auch der S&P Global Business Outlook Survey vom März 2024 hin.² Die von der Europäischen Kommission Ende 2023 durchgeführte Umfrage hatte noch einen deutlichen Anstieg bei den Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen in den vergangenen Jahren erkennen lassen.³ Zugleich verringerte sich der Anteil der Unternehmensinvestitionen für die Ausweitung der Kapazitäten im verarbeitenden Gewerbe im Jahr 2023 auf nur 20 %. Damit wurde ein historischer Tiefstand erreicht, wobei der Wert gegenüber den Durchschnittswerten vor der Pandemie um rund 10 Prozentpunkte niedriger war und für 2024 ein weiterer leichter Rückgang erwartet wird (siehe Abbildung B). Für den Dienstleistungssektor ergibt sich ein ähnliches Bild, allerdings ist hier kein

¹ Siehe Europäische Kommission, [European Economic Forecast \(Spring 2024\)](#), Institutional Paper, Nr. 286, S. 31-32.

² Siehe S&P, [S&P Global Business Outlook](#), News Release, 12. März 2024. Hier wird mit einer weiter verhaltenen Entwicklung der Investitionsvorhaben in den kommenden zwölf Monaten gerechnet.

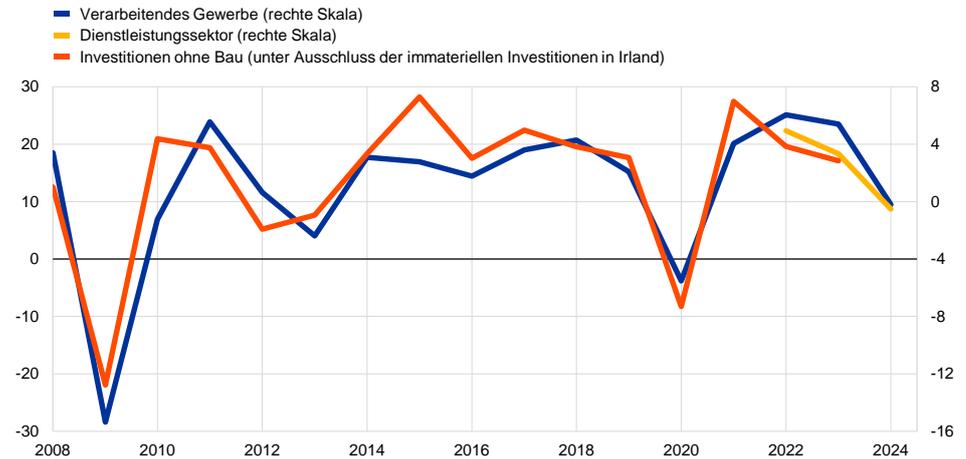
³ Aus der Ende 2023 durchgeführten Investitionsumfrage der Europäischen Kommission geht hervor, dass der Anteil der Ersatzinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe auf 36 % der gesamten Investitionen im Jahr 2023 (und der für 2024 erwarteten Investitionen) gestiegen ist. In den 20 Jahren vor der Pandemie hatte der Anteil in der Regel bei rund 30 % gelegen. Der Anteil der Rationalisierungsinvestitionen (zur Produktionsoptimierung) an den Gesamtinvestitionen belief sich auf weitere 25 %. Dieser Wert entsprach dem Wert von 1999, nachdem er seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion nach unten tendiert hatte.

historischer Vergleich möglich, da der Sektor erst seit 2021 in der Umfrage erfasst wird.

Abbildung A

Investitionsabsichten von Unternehmen und Investitionen ohne Bau

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

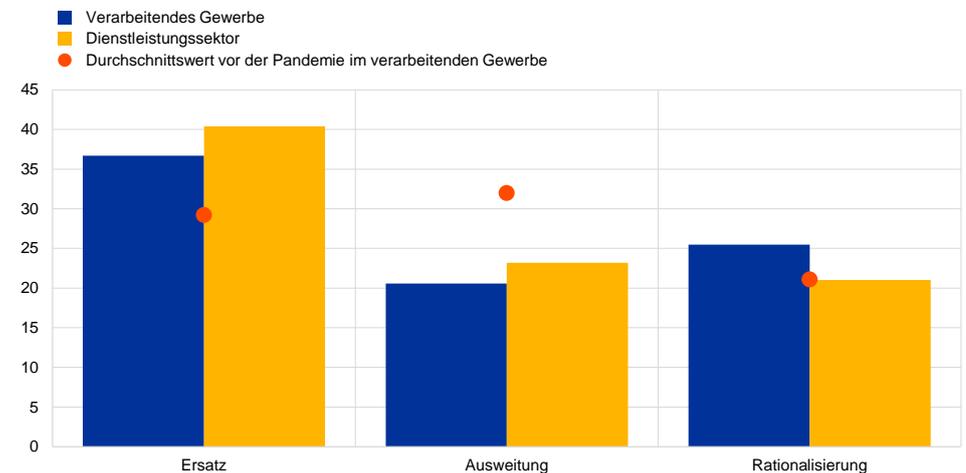


Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Angaben zu den Investitionsabsichten beziehen sich jeweils auf das Frühjahr. Bei den Investitionen ohne Bau blieben die immateriellen Investitionen in Irland unberücksichtigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März/April 2024 (Investitionsabsichten für 2024) bzw. 2023 (Investitionen ohne Bau).

Abbildung B

Investitionszweck nach Sektoren

(in % der Befragten)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Durchschnittswerte liegen nur für das verarbeitende Gewerbe vor, da Daten zum Dienstleistungssektor erst seit 2021 erhoben werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2023 (auf Basis der Investitionsumfrage der Europäischen Kommission vom Oktober/November 2023).

Hinter dem Aggregat des Euroraums verbergen sich beträchtliche

Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren.

Die von der Europäischen Kommission ermittelten Durchschnittswerte für den Euroraum verschleiern, dass zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestehen. So sind die Investitionsabsichten in den südlichen Euro-Ländern und in

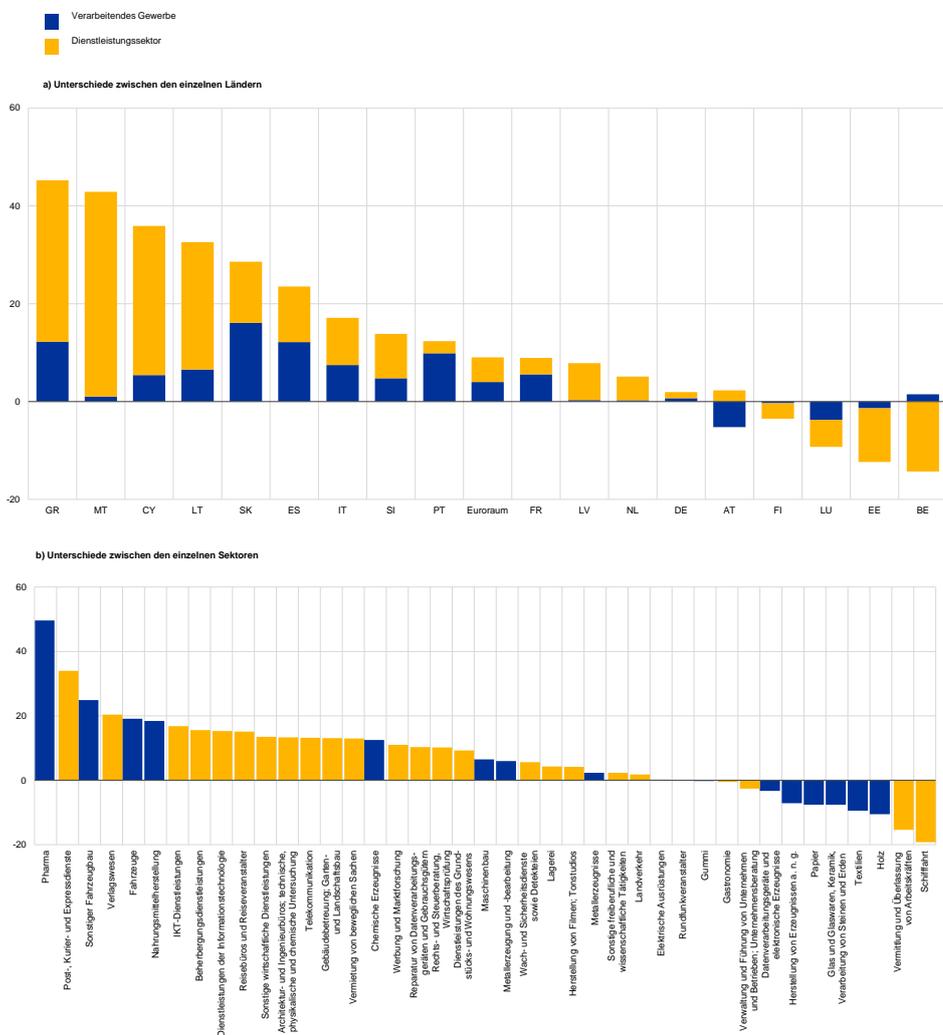
einigen neueren Mitgliedstaaten des Euroraums in der Regel positiver (und wurden seit Ende 2023 nach oben revidiert). Die jüngsten negativen Wirtschaftsschocks haben sich auf Länder mit einem größeren Dienstleistungssektor weniger stark ausgewirkt. Allerdings könnten bereits auch die neu ausgezahlten Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ eine größere Rolle bei den Investitionen in den südlichen Euro-Ländern spielen (siehe Abbildung C, Grafik a).⁴ Auch zwischen den einzelnen Sektoren gibt es beträchtliche Unterschiede. Während in den Wirtschaftszweigen des verarbeitenden Gewerbes seit der Umfrage Ende 2023 typischerweise Abwärtsrevisionen bei den Investitionsvorhaben für 2024 verzeichnet wurden, ergab sich für den Dienstleistungssektor weiterhin ein gemischteres Bild (siehe Abbildung C, Grafik b).

⁴ Die jüngsten Schocks dürften sich in unterschiedlichem Maße auf die einzelnen Länder und Sektoren ausgewirkt haben. So hatte die Pandemie schwerwiegende Auswirkungen auf die Dienstleistungsbereiche (vor allem jene mit direktem Kundenkontakt), während der Energiepreisschock und die seit Beginn des Jahrzehnts zunehmenden geopolitischen Risiken das verarbeitende Gewerbe stärker beeinträchtigt haben dürften.

Abbildung C

Unterschiede bei den Investitionsabsichten zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren

(Saldoindikatoren)



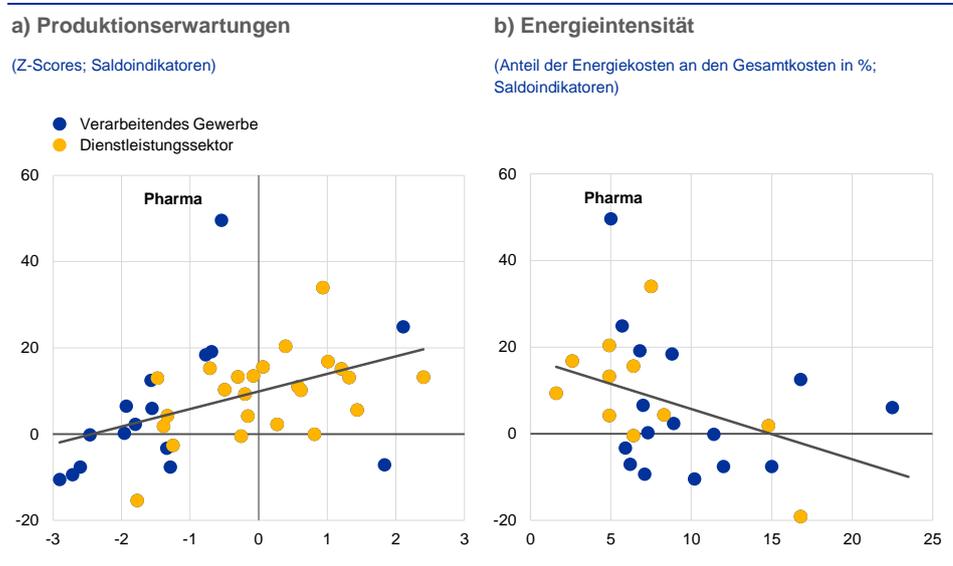
Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a sind die Länder in absteigender Reihenfolge nach der Höhe der beabsichtigten Unternehmensinvestitionen im Jahr 2024 angeordnet. Die aggregierten Werte wurden mittels Gewichtung der Investitionsabsichten im verarbeitenden Gewerbe und im privaten Dienstleistungssektor nach dem jeweiligen Anteil des Landes an den Investitionen ohne Bau des Landes ermittelt. Aufgrund begrenzter Datenverfügbarkeit werden Irland und Ungarn nicht aufgeführt. In Grafik b sind die Sektoren in absteigender Reihenfolge nach der Höhe der beabsichtigten Unternehmensinvestitionen im Jahr 2024 angeordnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Ergebnisse der Investitionsumfrage der Europäischen Kommission vom März/April 2024.

Die Investitionsabsichten für 2024 sind in den Sektoren mit höheren Produktionserwartungen höher, in den energieintensiveren Sektoren hingegen niedriger. In den Wirtschaftszweigen mit höheren Produktionserwartungen sind die Investitionsabsichten tendenziell größer. Dies spiegelt sich im Auftragsengang, in einer höheren Kapazitätsauslastung und in einem höheren Bedarf an Räumlichkeiten und Ausrüstung auf sektoraler Ebene wider. Dabei sind die Aussichten für den Dienstleistungsbereich in der Regel merklich besser als für das verarbeitende Gewerbe, wobei der Pharmabereich eine Ausnahme bildet (siehe

Abbildung D, Grafik a). Die Energieintensität dürfte die Investitionsentscheidungen im Gefolge der Energiekrise 2022-2023 noch für geraume Zeit beeinflussen. Dies geht auch aus dem Investitionsbericht 2023 der Europäischen Investitionsbank hervor, in dem die Energiekosten als größtes langfristiges Hemmnis für Investitionen in Europa angeführt werden.⁵ Grafik b in Abbildung D zeigt eine negative Korrelation zwischen den sektoralen Investitionsabsichten und der Energieintensität. Seit Beginn der Energiekrise im Jahr 2022 hat sich dieser Gleichlauf spürbar verstärkt. Obwohl die jüngste Krise in vielen Sektoren auch in Zukunft zusätzliche Investitionen erforderlich machen dürfte, um die Energieabhängigkeit zu verringern, scheinen längerfristige Rentabilitätsüberlegungen in den Sektoren, in denen die Energiekosten mehr als rund 10 % der Gesamtkosten ausmachen, zunehmend dazu zu führen, dass Investitionen zurückgehalten werden.

Abbildung D
Investitionsabsichten nach Produktionserwartungen und Energieintensität



Quellen: Europäische Kommission, OECD und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: In Grafik a sind die Investitionsabsichten im Euroraum für 2024 im Vergleich zu 2023 dargestellt. Die Produktionserwartungen beziehen sich auf den Vierquartalsdurchschnitt des Auftragseingangs im verarbeitenden Gewerbe bzw. der erwarteten Nachfrage im Dienstleistungssektor in den nächsten drei Monaten jeweils gemessen am Durchschnittswert vor der Pandemie und der jeweiligen Standardabweichung. Die Regressionslinien beziehen sich in beiden Grafiken auf alle Sektoren. In Grafik b wurde die Energieintensität anhand der Input-Output-Matrizen der TiVa-Datenbank der OECD berechnet. Siehe hierzu EZB, [Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Produktionserwartungen) bzw. 2021 (Energieintensität) und wurden der Investitionsumfrage der Europäischen Kommission vom März/April 2024 entnommen.

Angesichts der seit Beginn des Jahrzehnts verzeichneten Schocks sind einige Unternehmensinvestitionen zunehmend auf den Übergang zu einer umweltfreundlicheren, energieeffizienteren Wirtschaft ausgerichtet, wengleich weitere Investitionen erforderlich sind, um die EU-Ziele zu erreichen. Laut dem Investitionsbericht 2023 der Europäischen Investitionsbank ist der Anteil der Investitionen europäischer Unternehmen in die Energieeffizienz in den letzten Jahren spürbar gestiegen. Die Nutzung digitaler Technologien habe sich seit der Pandemie europaweit stark erhöht (wobei es allerdings mit Blick auf die Nutzung von KI und Big Data und die Patentierung neuer Technologien noch eine große

⁵ Siehe Europäische Investitionsbank, [Investitionsbericht 2023/2024: Wettbewerbsfähig durch Transformation](#), 2024.

Lücke gegenüber den Vereinigten Staaten gibt).⁶ Die jüngste Bestandsaufnahme der Europäischen Kommission legt nahe, dass deutlich höhere Investitionen – mindestens weitere 1,5 % des EU-weiten BIP pro Jahr im Vergleich zum Zeitraum 2011 bis 2020 – erforderlich sein werden, um das längerfristige Ziel der EU von CO₂-Neutralität zu erreichen.⁷ Weiterer Spielraum für höhere Unternehmensinvestitionen ergibt sich aus dem anhaltenden Bedarf in diesen Bereichen.

⁶ Der Anteil der Unternehmen in der EU, die in Energieeffizienz investieren, ist der Europäischen Investitionsbank zufolge deutlich (von 37 % im Jahr 2021 auf 51 % im Jahr 2023) gestiegen, und jener, „die mindestens eine neue Digitaltechnologie einsetzen“ (siehe S. 6 des Investitionsberichts) hat sich signifikant (auf 70 %) erhöht. Die Unternehmen in der EU spielen laut diesem Bericht zwar weiterhin weltweit eine führende Rolle bei der Einführung grüner Technologien, wobei sie zum Teil auch von öffentlichen Mitteln profitieren, aber es besteht nach wie vor eine signifikante Lücke zu den Vereinigten Staaten, was den Anteil der KI und Big Data nutzenden Unternehmen anbelangt. Darüber hinaus ist die Anzahl der Patente, die China und die Vereinigten Staaten jedes Jahr für digitale Technologien erteilen, bereits doppelt so hoch (siehe S. 11 des Investitionsberichts).

⁷ Siehe Europäische Kommission, [Securing our future – Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050 building a sustainable, just and prosperous society](#), 2024, S. 29; EZB, [Massive investment needs to meet EU green and digital targets](#), Kasten 1 in: Financial Integration and Structure in the euro area, 2024; F. Elderson, [‘Know thyself’ – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science](#), Keynote-Rede auf dem Delphi Economic Forum IX, 2024 zum Risiko, dass angesichts der aktuellen Erderwärmung noch weitere Ressourcen benötigt werden könnten.

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

Catherine Elding, Richard Morris und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 62 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 17. bis zum 26. Juni 2024 statt.¹

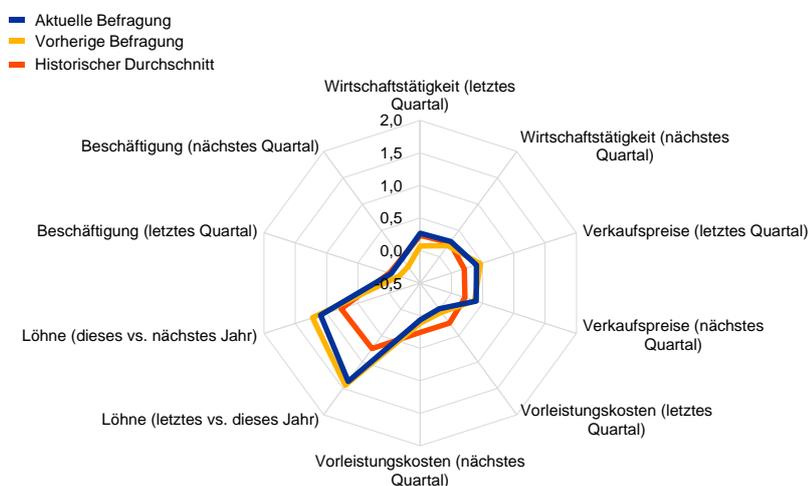
Den befragten Unternehmen zufolge stieg die Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal des Jahres vor dem Hintergrund zunehmender Anzeichen einer leichten, konsumgetragenen Erholung allmählich an (siehe Abbildung A und Abbildung B, Grafik a). Das Wachstum ging nach wie vor in erster Linie von den Dienstleistungen aus, während die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe die Talsohle erreichte und das Baugewerbe erste Anzeichen einer Stabilisierung erkennen ließ. Die Investitionsaussichten blieben allerdings verhalten, und die Unsicherheit war unverändert hoch. Das Wachstum war im Euroraum zwar weiterhin schwächer als in den Vereinigten Staaten und in Asien, doch die befragten Unternehmen verwiesen auch auf das unter den Erwartungen liegende Wachstum in China und die Folgen für die weltweiten Preise und den Wettbewerb. Innerhalb des Euroraums verzeichneten die Länder in Südeuropa nach wie vor ein höheres Wachstum als jene in Nordeuropa.

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

Abbildung A

Überblick über die Einschätzungen der Wirtschaftstätigkeit, Beschäftigung, Preise und Kosten

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



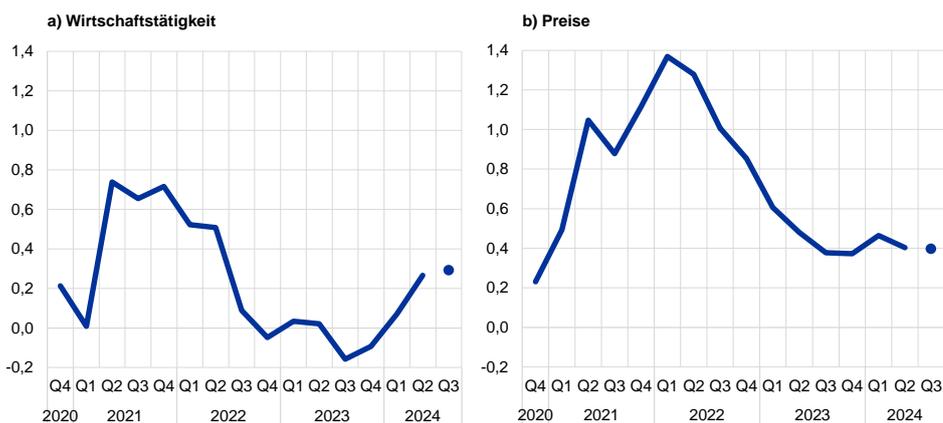
Quelle: EZB.

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

Abbildung B

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

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

Die befragten Unternehmen gewannen langsam an Zuversicht, dass sich eine konsumgetragene, wenn auch ungleichmäßige und moderate Erholung abzeichnete. Die meisten Einzelhändler beschrieben die Wirtschaftstätigkeit –

darunter vor allem den Umsatz bei Bekleidung und Unterhaltungselektronik – als stabil oder steigend. Bei Haushaltsgeräten waren die Umsatzzahlen nach wie vor rückläufig oder ließen allmählich eine Bodenbildung auf niedrigem Niveau erkennen. Die befragten Unternehmen führten dies jedoch zunehmend auf die anhaltende Schwäche im Wohnungsbau zurück. Im Vorleistungsgütersektor meldeten die Befragten überwiegend eine stabile oder leicht zunehmende Aktivität. Sie werteten dies mehr und mehr als Zeichen einer Verbesserung der Konsumdynamik und nicht nur als Ende des lang anhaltenden Lagerabbaus, der das vergangene Jahr über weite Strecken geprägt hatte. Die Wirtschaftstätigkeit bei verbrauchernahen Dienstleistungen nahm kontinuierlich zu, auch wenn das Wachstum im Reiseverkehr und Tourismus durch Angebotsbeschränkungen und die höhere Preissensibilität der Verbraucher begrenzt wurde.

Die Investitionsaussichten blieben gedämpft. Die befragten Unternehmen im Investitionsgütergewerbe verwiesen auf die nach wie vor sinkende Nachfrage. Sie gaben an, dass die Investitionen insbesondere durch die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem ökologischen Wandel belastet würden. Als typisches Beispiel erwies sich der Automobilsektor. Der Absatz von Elektrofahrzeugen war nach dem Auslaufen der meisten staatlichen Förderungen gesunken, sodass weniger in die zugehörige Lieferkette investiert wurde. Belastet wurde die Investitionsnachfrage auch dadurch, dass die energieintensiven Sektoren schrumpften. Im Baugewerbe war die Aktivität den befragten Unternehmen zufolge entweder rückläufig oder erreichte die Talsohle. Nach wie vor litt die Bautätigkeit unter den Auswirkungen höherer Zinsen in Verbindung mit höheren Vorleistungskosten. Aus dem Immobiliensektor kamen dagegen durchaus ermutigende Signale. Hier war bei den Transaktionen auf dem Sekundärmarkt für Wohnimmobilien allmählich eine Erholung zu beobachten. Unterdessen zogen die Investitionen in den Bereichen digitale Infrastruktur und Dienstleistungen (darunter Rechenzentren, 5G-Netztechnologie, künstliche Intelligenz, Cloud-Computing und Cybersicherheit) unvermindert stark an und wirkten weiterhin als wichtiger Wachstumstreiber der Wirtschaftstätigkeit bei unternehmensbezogenen Dienstleistungen.

Insgesamt war die Unternehmensstimmung vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit nach wie vor relativ gemischt. Die befragten Unternehmen verwiesen auf die regulatorische Unsicherheit und die Belastung durch zusätzliche bürokratische Anforderungen in Verbindung mit dem ökologischen Wandel. Daneben zeigten sie sich auch zunehmend besorgt über die Handelsbeziehungen zwischen der EU und China sowie über die politische Lage nach den Wahlen zum Europäischen Parlament. Die erwartete wachstumsfördernde Wirkung der Erholung der Reallöhne und der Lockerung der Geldpolitik wurde dadurch teilweise aufgezehrt.

Den befragten Unternehmen zufolge waren die Beschäftigungsaussichten weitgehend stabil, was eine leichte Verbesserung gegenüber den vorherigen Umfragen bedeutete. Besonders bemerkenswert waren dabei die Rückmeldungen von Arbeitsvermittlungen. Sie meldeten nach mehreren Quartalen mit überwiegend abnehmender Geschäftstätigkeit eine allmähliche Bodenbildung oder einen

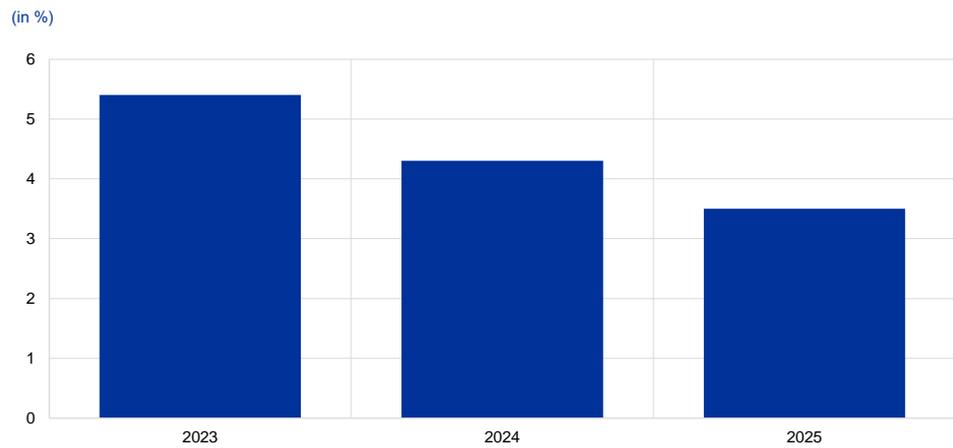
Wiederanstieg. Laut den befragten Unternehmen im Dienstleistungssektor waren die Beschäftigungsaussichten generell stabil oder sie verbesserten sich, im verarbeitenden Gewerbe war der Trend dagegen im Durchschnitt immer noch leicht negativ. Viele der befragten Unternehmen verwiesen auf die Bemühungen zur Erhöhung der Produktivität durch Investitionen in Digitalisierung und/oder künstliche Intelligenz, die als Reaktion auf das Lohnwachstum oder den Mangel an (qualifizierten) Arbeitskräften ergriffen wurden.

Die Befragten meldeten insgesamt moderate Preissteigerungen und gingen davon aus, dass sich dies im folgenden Quartal fortsetzen werde. Dabei waren die Preisanstiege im Dienstleistungssektor weiterhin stärker ausgeprägt als in der Industrie (siehe Abbildung A und Abbildung B, Grafik b). Am stärksten waren die Preissteigerungen nach wie vor in den unternehmens- und verbraucherbezogenen Dienstleistungsbranchen, wofür in erster Linie die Löhne und die zunehmende Nachfrage verantwortlich waren. Bei den Transportdienstleistungen führte die Umleitung von Schiffen, um das Rote Meer zu meiden, zu höheren Frachtraten. Denn durch die Umleitung nahm die Kapazität effektiv ab. Außerdem wurden Aufträge von den Kunden vorgezogen, um die längeren Lieferzeiten zu kompensieren. Dadurch stiegen auch die Lagerhaltungskosten. Mit Blick auf die Dienstleistungen im Reiseverkehr und Tourismus gaben die befragten Unternehmen dagegen an, dass die Verbraucher zunehmend preissensibler seien. Dies habe bereits zu einem gewissen Abwärtsdruck auf die Preise für Flugtickets geführt und begrenze den Spielraum für weitere Anhebungen der Hotelpreise. Die befragten Unternehmen im Einzelhandel, in dem starker Wettbewerb herrschte und die Kunden weiterhin preissensibel waren, meldeten tendenziell stabile oder leicht sinkende Preise sowie Druck auf die Margen. Die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe beschrieb die Preisentwicklung als weitgehend stabil oder leicht steigend. In einigen Branchen des Vorleistungsgütersektors, beispielsweise Chemie und Verpackung, hatten sich die Preise stabilisiert oder tendierten allmählich nach oben, nachdem sie zuvor auf ein sehr niedriges Niveau gesunken waren. Dagegen standen die Pkw-Preise unter verstärktem Abwärtsdruck. Die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe meldeten relativ stabile Kosten für Material und Energie; dies bedeutete in den meisten Fällen auch recht stabile Margen. Ein Faktor, der zur Abschwächung der Preis- und Kostenentwicklung im verarbeitenden Gewerbe beitrug, war die geringe Binnennachfrage in China. Sie bewirkte unter anderem, dass die globalen Rohstoffpreise begrenzt blieben und der Importwettbewerb zunahm.

Die befragten Unternehmen gingen davon aus, dass sich das Lohnwachstum im nächsten Jahr weiter schrittweise abschwächen dürfte, wobei es die vorangegangene Inflation immer noch bis zu einem gewissen Grad kompensieren werde (siehe Abbildung C). Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird das Lohnwachstum von 5,4 % im Jahr 2023 auf 4,3 % im Jahr 2024 sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der quantitativen Angaben). Für 2025 erwarten sie eine weitere Wachstumsverringerung auf 3,5 %. Angesichts des Rückgangs der Gesamtinflation gingen zwar viele der befragten Unternehmen davon aus, dass das Lohnwachstum im nächsten Jahr eher der historischen Norm entsprechen dürfte, andere erklärten hingegen, dass die

Gewerkschaften weiterhin hohe Lohnzuwächse forderten, um die vergangene Inflation auszugleichen. In diesem Kontext hing das für 2025 erwartete Lohnwachstum auch vom Zeitpunkt und Umfang der bereits vereinbarten Lohnerhöhungen ab.

Abbildung C
Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt sind die Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor in den Jahren 2023 und 2024 und die Erwartungen für 2025. Die Durchschnittswerte für 2023 und 2024 basieren auf den Angaben von 57 befragten Unternehmen, der Durchschnitt für 2025 beruht auf den Angaben von 47 befragten Unternehmen.

5 Inflationsunterschiede und ihre Entwicklung im Euroraum

Anastasia Allayioti und Anna Beschin

Der sprunghafte Inflationsanstieg im Euroraum in den Jahren 2021 und 2022 ging mit einer beträchtlichen Ausweitung des Inflationsgefälles zwischen den einzelnen Ländern einher. Anhaltende Inflationsunterschiede zwischen den Euro-Ländern können sich auf die Transmission der einheitlichen Geldpolitik auswirken. Aus diesem Grund überwacht die EZB die Entwicklung ebenso wie die Art dieser Unterschiede. Im vorliegenden Kasten wird dem Thema mit Blick auf den jüngsten Inflationsschub nachgegangen.

Die nach der Pandemie und dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verzeichneten Differenzen bei der Gesamtinflation haben sich größtenteils wieder verringert. Während in der Pandemie niedrige und sogar negative Teuerungsraten beobachtet wurden, setzte 2021 ein Wiederanstieg ein, und das Inflationsgefälle zwischen den Ländern des Euroraums weitete sich aus (siehe Abbildung A).¹ Bis Ende 2022 stiegen die Unterschiede auf neue Rekordniveaus und übertrafen sogar die während der globalen Finanzkrise 2007-2008 erreichten Höchststände. Als die Gesamtinflation im Oktober 2022 mit 10,6 % auf ihrem höchsten Stand lag, reichte die Spanne der Inflationsraten von 7,1 % (Frankreich) bis 22,5 % (Estland). Für einen großen Teil des anhand von Standardabweichungen gemessenen Inflationsgefälles waren die kleineren Euro-Länder, darunter vor allem die baltischen Staaten, verantwortlich. Werden die Ergebnisse der Standardabweichung mit den relativen Gewichten der Länder im HVPI skaliert (siehe die rote Linie in Abbildung A, Grafik b), so verringert sich das gemessene Gefälle. Daran wird auch deutlich, wie außergewöhnlich die jüngsten Verschiebungen im historischen Vergleich waren. Die Entwicklung von Ende 2022 bis Juni 2024 deutet auf eine kräftige und nahezu symmetrische Verringerung hin auch wenn die Streuung in jüngster Zeit aufgrund gewisser Schwankungen wieder leicht über dem Vorpandemieniveau liegt. Die insgesamt deutliche Verringerung legt den Schluss nahe, dass dieses Streuungsmuster eher vorübergehender als dauerhafter Natur ist. Darüber hinaus zeigt sie, dass die stärksten Inflationsrückgänge in jenen Ländern verzeichnet wurden, in denen die Teuerungsraten zuvor am stärksten gestiegen waren.

¹ Die Berechnung des Inflationsgefälles für die betrachteten Jahre erfolgt auf Basis der Zusammensetzung des Euroraums zum jeweiligen Zeitpunkt.

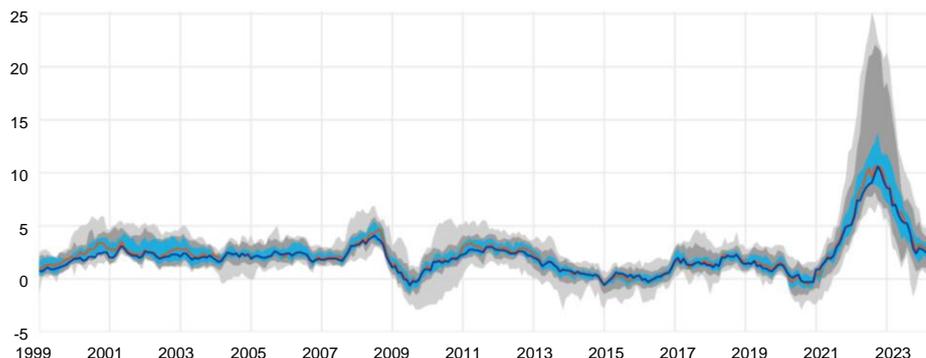
Abbildung A

Unterschiede bei der Gesamtinflation

a) Spanne der HVPI-Inflationsraten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

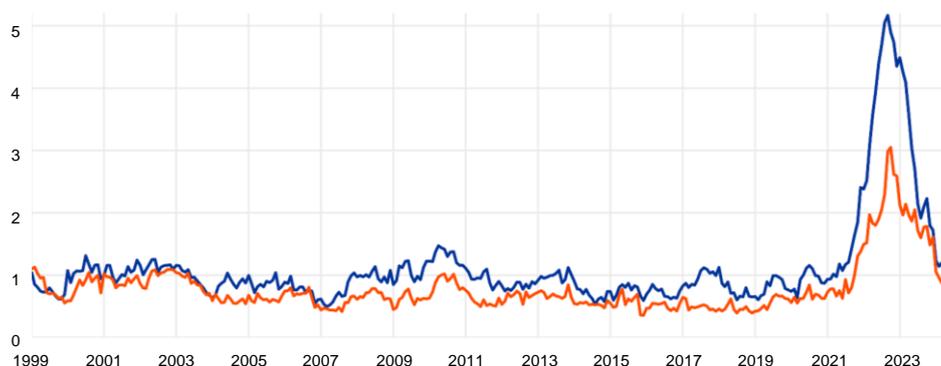
- Teuerung nach dem HVPI für den Euroraum
- Median
- Spanne zwischen Minimum und Maximum
- Interquartilsspanne
- Spanne vom 10. bis zum 90. Perzentil



b) Standardabweichungen des HVPI

(Standardabweichungen)

- HVPI – ungewichtete Standardabweichung
- HVPI – gewichtete Standardabweichung



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024. In Grafik b wird die gewichtete Standardabweichung unter Berücksichtigung der Ländergewichte (monetäre Ausgaben für den Endverbrauch der privaten Haushalte) innerhalb des Euroraums berechnet.

Die Energie- und Nahrungsmittelpreise waren für die jüngsten Unterschiede bei den Gesamtinflationen von besonderer Bedeutung. Die Pandemie und der Krieg in der Ukraine waren Auslöser einer einzigartigen Kombination allgemeiner Schocks, die die Länder des Euroraums trafen. Lieferengpässe, die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie und umfangreiche Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmittelrohstoffen ließen die Inflation in die Höhe schnellen. Derartige Schocks betrafen zwar sämtliche Euro-Länder, aber die anschließende Streuung der nationalen Gesamtinflationen lässt darauf schließen, dass die Länder den Schocks in unterschiedlichem Maße ausgesetzt waren und dass diese Schocks unterschiedliche wirtschaftliche Auswirkungen hatten. Maßgeblich für die Inflationsdifferenzen sind Unterschiede hinsichtlich der wirtschaftlichen Strukturen, der Anpassungsmechanismen und der politischen

Reaktionen. So wurden Länder, bei denen der Anteil von Energie und Nahrungsmitteln am HVPI-Korb vergleichsweise größer ist, prinzipiell stärker von einem allgemeinen Schock bei den zugrunde liegenden Rohstoffpreisen in Mitleidenschaft gezogen. Daher ist das Gefälle bei den Gesamtinflationen zu einem Großteil auf Unterschiede bei den Preissteigerungsraten für Energie und Nahrungsmittel zurückzuführen (siehe Abbildung B, linke Grafik). Im Fall des Preisaufliebs bei Energie ist dies zum Teil dem unterschiedlichen Energiemix in den einzelnen Ländern zuzuschreiben (Diskrepanzen bestehen beispielsweise in Bezug auf Kraftstoffe, Gas und Strom, die den größten Beitrag zum HVPI für Energie leisten), aber auch Unterschieden bei der Vertragsgestaltung und dem Konsumverhalten, den regulatorischen Ansätzen und den staatlichen Stützungsmaßnahmen.² Die Teuerungsraten für Energie weisen um den Zeitpunkt des Höchststands der Inflation herum ein höheres Gefälle auf, wenn sie auf Basis des HVPI für Energie zu konstanten Steuersätzen berechnet werden (siehe Abbildung B, rechte Grafik), was auf eine dämpfende Wirkung der staatlichen Maßnahmen hindeutet.³ Im Vergleich zur Streuung des Preisaufliebs bei Energie erreichte die Streuung des Preisaufliebs bei Nahrungsmitteln ihren Höchststand später, ist seither jedoch beträchtlich zurückgegangen. Maßgeblich hierfür ist auch – wie bei Energie – der seit Mitte 2022 verzeichnete Abwärtstrend der globalen Rohstoffpreise.

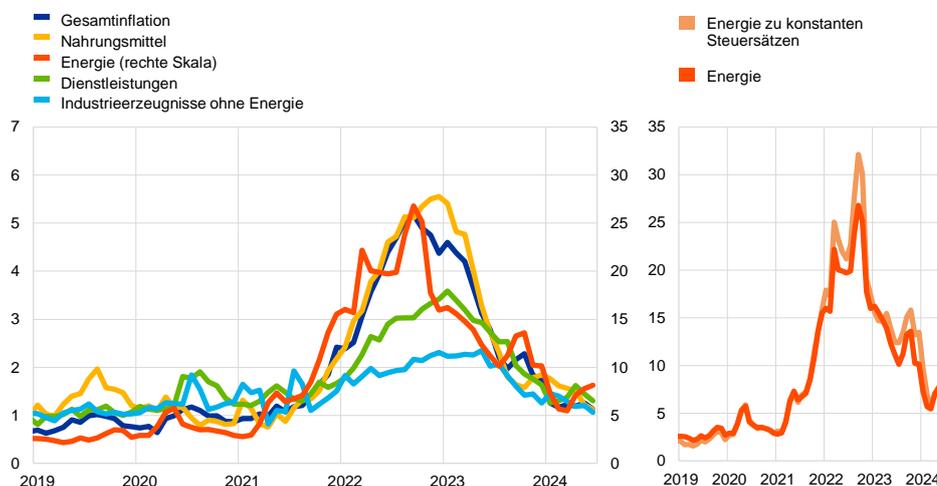
² Einführung und Rücknahme der finanzpolitischen Maßnahmen zum Ausgleich der Energiepreissteigerung bzw. der Inflation waren in den einzelnen Ländern uneinheitlich. Zu den Veränderungen, die kürzlich in den fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums erfolgt sind, zählen unter anderem die Beendigung der Mehrwertsteuersenkung für bestimmte Energiekomponenten (in Deutschland, Spanien und Italien), die Rücknahme der Senkung der Verbrauchsteuern und Systemabgaben (in Spanien, Italien und den Niederlanden), das Auslaufen der Deckelung regulierter Gaspreise (in Spanien) und eine Reduzierung der staatlichen Schutzmaßnahmen vor hohen Strompreisen (in Frankreich).

³ Die Auswirkungen indirekter Steuern dürften die Gesamtwirkung der staatlichen Maßnahmen auf das Inflationsgefälle bei Energie unterzeichnen, da einige Maßnahmen aus Subventionen an private Haushalte oder aus Preisregulierungen (und auch Preisobergrenzen) bestanden.

Abbildung B

Differenzen bei der Gesamtinflation und ihren Komponenten zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums

(Standardabweichungen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

Auch bei den Teilkomponenten der Kerninflation (Waren und Dienstleistungen) waren beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern zu verzeichnen (siehe Abbildung B, linke Grafik). Diese dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie in jeweils unterschiedlichem Tempo vollzog und die Länder in unterschiedlichem Maße von den Lieferengpässen betroffen waren. Ein weiterer Faktor könnten die heterogenen indirekten Effekte der hohen Energiekosten gewesen sein. Bezogen auf alle Teilkomponenten des HVPI wurde bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie seit Mitte 2021 durchweg die geringste Streuung beobachtet. Dies könnte dadurch bedingt sein, dass sich in dieser Teilkomponente die Preise international gehandelter Waren widerspiegeln, sodass die Unterschiede zwischen den Ländern von homogeneren Faktoren bestimmt werden. Im Vergleich dazu fiel das Inflationsgefälle im Dienstleistungssektor deutlich größer aus. Ursächlich hierfür dürfte die unterschiedliche Entwicklung der Preise vieler Dienstleistungen, etwa der Preise im Reiseverkehr, der Mieten und einiger administrierter Preise sein, was wiederum verschiedenartigen indirekten Effekten im Zusammenhang mit den Energie- oder Nahrungsmittelpreisen sowie verschiedenen Gewichten in den einzelnen Ländern zuschreiben sein könnte. Bis Juni 2024 waren die Inflationsdifferenzen sowohl bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie als auch bei den Dienstleistungen wieder auf das Vorpandemieniveau gesunken. Im Hinblick auf Waren bedeutet dies, dass sich die Teuerung wieder stärker dem historischen Durchschnittsniveau annähert. Bei den Dienstleistungen bedeutet dies hingegen eine Annäherung an ein nach wie vor erhöhtes Niveau. Eine Verringerung des Inflationsgefälles wäre daher mit der Vorstellung vereinbar, dass die Inflationspersistenz im Dienstleistungssektor länderübergreifend durch gemeinsame Faktoren beeinflusst wird.

Das stärkere Inflationsgefälle zur Zeit des sprunghaften Inflationsanstiegs hat die relativen allgemeinen Preisniveaus zwischen den Ländern im Großen und

Ganzen nicht erheblich verändert. Der Inflationsschub und dessen Abflauen in den letzten Jahren haben sich zwar nicht nachhaltig auf die Inflationsunterschiede ausgewirkt, doch schließt dies nicht aus, dass sich daraus dauerhaftere Folgen für die relativen nationalen Preisniveaus und Lebenshaltungskosten und letztlich auch für die relative Wettbewerbsfähigkeit einiger Länder gegenüber anderen Euro-Ländern ergeben könnten. Diese Art der Bewertung stützt sich im Wesentlichen auf den von Eurostat veröffentlichten Preisniveauindex.⁴ Betrachtet man den Zeitraum ab 2020 und die verbuchten erheblichen Inflationsschwankungen, scheint die sprunghafte Zunahme der Teuerung in den meisten Ländern zu keinen beträchtlichen Veränderungen des relativen Preisniveaus geführt zu haben (siehe Abbildung C). In einigen kleineren Ländern waren jedoch deutliche Anstiege zu beobachten, etwa in den baltischen Staaten von 2021 bis 2023. Dort wurden die Lebenshaltungskosten im Vergleich zum euroraumweiten Preisniveau nach oben angepasst. Im Jahr 2023 bewegten sich die dortigen Preise noch etwas weiter nach oben, obwohl sich das Inflationsgefälle bereits verringerte. Auch in anderen mittel- und osteuropäischen Ländern wie in Kroatien, Slowenien und der Slowakei kam es zu Aufwärtsanpassungen, wenn auch in geringerem Umfang.⁵ Bei den größeren Ländern des Euroraums wirkte sich die Inflationsentwicklung kaum auf das relative Preisniveau aus. In Deutschland und den Niederlanden erhöhte es sich leicht, wohingegen es in Spanien, Frankreich und Italien etwas sank. In vielen Ländern ging von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen im Zeitraum 2021-2023 ein gegenteiliger Effekt auf die Entwicklung des relativen allgemeinen Preisniveaus aus. In den baltischen Staaten bewirkten dagegen beide Komponenten einen Aufwärtseffekt (siehe Abbildung D). Im Fall Frankreichs trugen Energie und Nahrungsmittel zu einem Rückgang des relativen allgemeinen Preisniveaus im Vergleich zum Euroraum bei.

⁴ Preisniveauindizes (PNIs) werden zeitverzögert veröffentlicht. Die jüngsten verfügbaren Daten beziehen sich auf 2023 und wurden im Juni 2024 veröffentlicht. In Bezug auf die Euro-Länder (die einen gemeinsamen Wechselkurs haben) messen die PNIs die zwischen den einzelnen Ländern bestehenden Preisniveauunterschiede auf Basis desselben Korbes von Waren oder Dienstleistungen. Der Durchschnitt ist auf 100 indiziert. Liegt der PNI über dem Wert von 100, sind die Preise in dem betreffenden Land verglichen mit dem Euroraum relativ hoch, liegt er jedoch unter 100, sind die Preise in dem Land relativ niedrig. Informationen zur Methodik finden sich im Bereich [Kaufkraftparitäten](#) auf der Website von Eurostat.

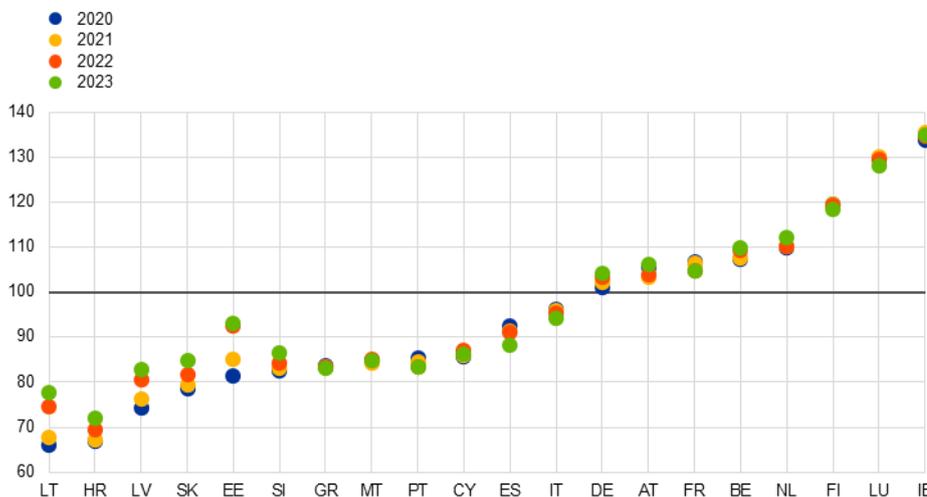
⁵ Diese erhebliche relative Anpassung des Preisniveaus in den baltischen Staaten und einigen anderen mittel- und osteuropäischen Ländern spiegelt sich auch in den HVPI-Daten wider. Im Vergleich zu 2019 lagen ihre Indizes für die HVPI-Gesamtinflation im Jahr 2023 rund 5 % bis 15 % über dem aggregierten Index für den Euroraum. Unter dem Strich bestätigen die Daten für das erste Halbjahr 2024 weitgehend die bis 2023 beobachtete relative Anpassung.

Abbildung C

Vergleichende Preisniveaus im Euroraum

Gesamte Konsumausgaben der privaten Haushalte

(Preisniveauiindex; Euroraum = 100)



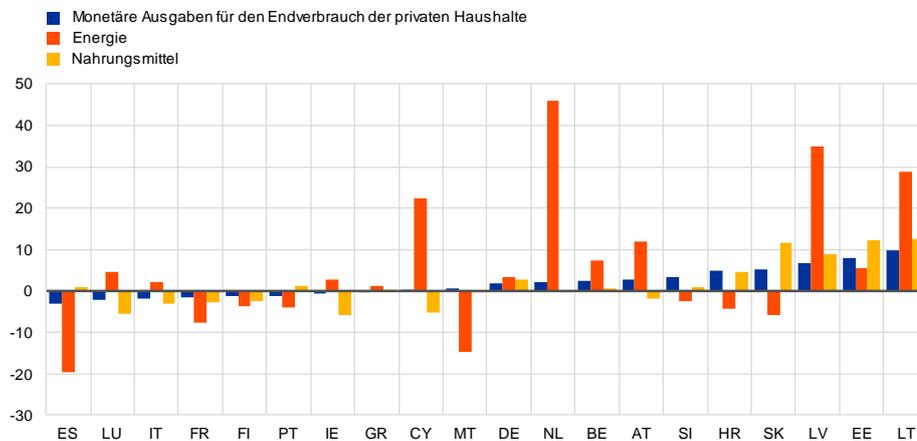
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Länder sind anhand ihres Preisniveauiindex für das Jahr 2020 in aufsteigender Reihenfolge dargestellt.

Abbildung D

Veränderungen der vergleichenden Preisniveaus von 2021 bis 2023 im Euroraum

(Veränderung des Preisniveauiindex in Punkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Inflationsunterschiede im Euroraum nach der Pandemie und der Energiekrise zunächst stark gestiegen, seither jedoch weitgehend wieder auf ihr Vorpandemieniveau zurückgekehrt sind. Länderspezifische Unterschiede in Bezug auf den Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln waren die Hauptfaktoren für die Ausweitung und die jüngst zu beobachtende Verringerung des Inflationsgefälles insgesamt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der anfängliche Rohstoffpreisschock weitgehend absorbiert wurde. Zugleich scheinen die vorübergehend hohen Inflationsdifferenzen zwischen

den Ländern bei einigen kleineren Euro-Ländern eine dauerhaftere Aufwärtsbewegung ihres relativen Preisniveaus zu bewirken.

6 Verkaufspreiserwartungen im Dienstleistungssektor: Welche Hinweise liefern sie zum Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe?

Elena Bobeica, Joan Paredes, Théodore Renault und Flavie Rousseau

Aktuelle Umfragen zu den Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen deuten darauf hin, dass sich die Preisdynamik nach dem jüngsten großen Inflationsschock deutlich abgeschwächt hat, wenngleich sich die Preise für Dienstleistungen langsamer anpassen als jene für Industrieerzeugnisse (siehe Abbildung A). Unternehmen spielen beim Preisbildungsprozess eine entscheidende Rolle. Daher können ihre Erwartungen hinsichtlich der Verkaufspreise wichtige Hinweise zur Entwicklung der Verbraucherpreise liefern.¹ Der vorliegende Kasten befasst sich mit dem Informationsgehalt der Verkaufspreiserwartungen des Dienstleistungssektors im Euroraum, die von der Europäischen Kommission erhoben werden; darin enthalten sind die Erwartungen von Unternehmen bezüglich ihrer Verkaufspreise für Dienstleistungen zwischen Unternehmen und Verbrauchern wie auch zwischen Unternehmen.² Diese Erwartungen lassen derzeit darauf schließen, dass die Preisdynamik im Vergleich zur Zeit des Inflationsschubs erheblich nachgelassen hat. Allerdings sind die Erwartungen im Dienstleistungssektor weniger stark zurückgegangen als im verarbeitenden Gewerbe.

¹ Für den Euroraum gibt es drei wichtige Informationsquellen für die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen: 1) die [Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission \(GD Wirtschaft und Finanzen\)](#), 2) die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln \(SAFE\)](#) und 3) die im Rahmen des vierteljährlichen [Dialogs der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#) gesammelten Informationen.

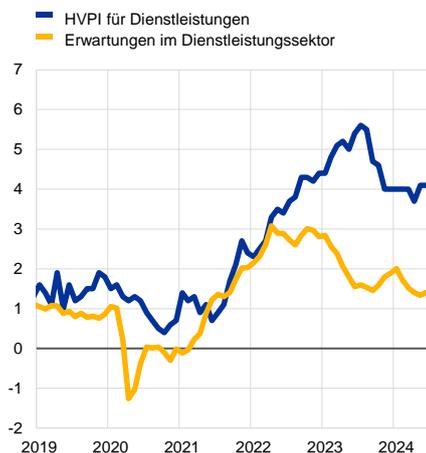
² Die Daten umfassen Dienstleistungen im Bereich Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie, Information und Kommunikation sowie Grundstücks- und Wohnungswesen wie auch Finanzdienstleistungen, freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen. Die von der Europäischen Kommission zu den Verkaufspreiserwartungen gestellte Frage ist qualitativer Natur und lautet wie folgt: „Wie werden sich Ihre Verkaufspreise Ihrer Erwartung nach in den nächsten drei Monaten entwickeln? Werden sie steigen, unverändert bleiben oder sinken?“

Abbildung A

Jüngste Entwicklung der Erwartungen bezüglich der Verkaufspreise im Euroraum in drei Monaten sowie der HVPI-Inflation nach Sektoren

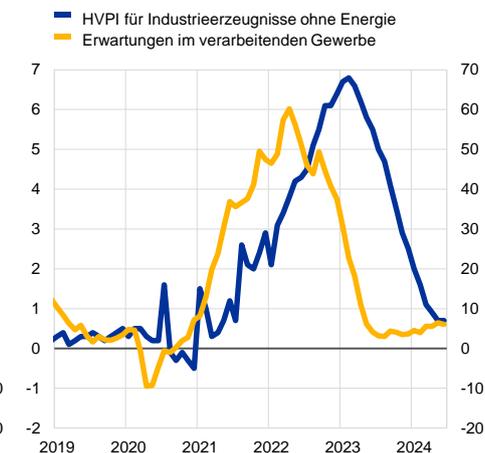
a) Dienstleistungssektor

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Saldo der Antworten)



b) Verarbeitendes Gewerbe

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Saldo der Antworten)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und Eurostat.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

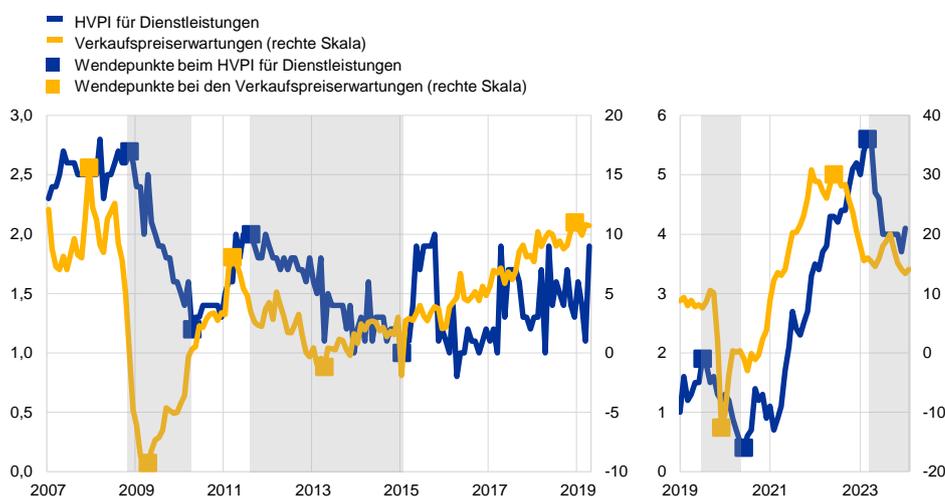
Es lohnt sich, die Verkaufserwartungen für Dienstleistungen im Hinblick auf frühzeitige Hinweise auf Wendepunkte beim Preisaufruf auf der Verbraucherstufe zu beobachten. Sind die Schwankungen deutlicher erkennbar, treten die Wendepunkte bei den von der Europäischen Kommission erhobenen Verkaufserwartungen für Dienstleistungen tendenziell früher auf als beim HVPI für Dienstleistungen (siehe Abbildung B). Beim jüngsten Höchststand betrug dieser Vorsprung zehn Monate. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die umfragebasierten Messgrößen die Auswirkungen angebotsseitiger Schocks und deren anschließendes Abflauen in der Regel rasch erfassen, da sie zukunftsgerichtet sind und die Preisgestaltung zu einem früheren Zeitpunkt in der Wertschöpfungskette widerspiegeln.³

³ Die Erzeugerpreise für Dienstleistungen könnten eine zusätzliche Informationsquelle für den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette darstellen, sind aber ab dem ersten Quartal 2021 nur vierteljährlich verfügbar und werden zudem zeitlich verzögert veröffentlicht. Dies bedeutet, dass bei Dienstleistungen eine Analyse des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen, der von den Erzeugerpreisen auf die Verbraucherpreise ausgeht, weniger relevant ist. Es lohnt sich daher, den direkten Zusammenhang zwischen den Verkaufserwartungen und den Verbraucherpreisen zu beleuchten.

Abbildung B

Wendepunkte beim HVPI für Dienstleistungen und bei den von der Europäischen Kommission erhobenen Verkaufspreiserwartungen

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Saldo der Antworten)



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

Anmerkung: Die schattierten Bereiche markieren einen Rückgang der Teuerungsrate im Dienstleistungssektor. Die Wendepunkte werden anhand eines modifizierten Bry-Boschan-Algorithmus ermittelt (siehe G. Bry und C. Boschan, Programmed Selection of Cyclical Turning Points, in: G. Bry und C. Boschan (Hrsg.), Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs, National Bureau of Economic Research, 1971, S. 7-63). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

Beim jüngsten Inflationsschub zeigten sich die Vorlaufeigenschaften der Verkaufspreiserwartungen im Dienstleistungssektor besonders deutlich.

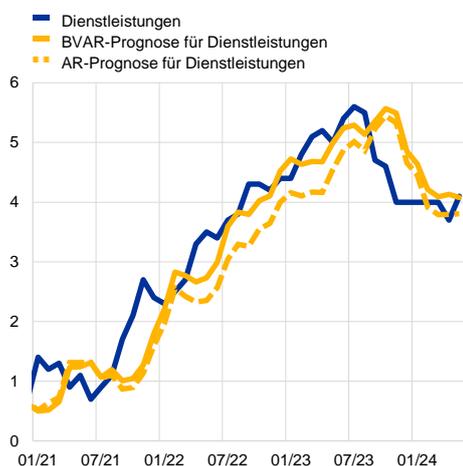
In Abbildung C wird auf Basis einer einfachen Prognose die tatsächliche HVPI-Inflation bei Dienstleistungen im Euroraum mit Echtzeitprognosen für einen Zeitpunkt in drei Monaten verglichen. Zum Einsatz kommt hierfür ein standardmäßiges bivariates bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR-Modell), das den Preisauftrieb im Dienstleistungssektor und die von der Europäischen Kommission erhobenen Verkaufspreiserwartungen für Dienstleistungen umfasst. Bis zum Beginn des Inflationsschubs ähneln die BVAR-Prognosen zwar stark den mithilfe eines naiven autoregressiven Prozesses (AR-Prozess) erstellten Prognosen für die HVPI-Teuerung bei Dienstleistungen, sie liegen für die Zeit danach jedoch näher an den tatsächlichen Daten. Wie in dem Kastendiagramm in Abbildung C dargestellt, gilt dies auch für die einzelnen Teilsektoren der Dienstleistungen. Das Diagramm zeigt die relative Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (RMSE) der auf Basis des bivariaten sektoralen BVAR-Modells mit HVPI-Daten und Verkaufspreiserwartungen erstellten Dreimonatsprognosen im Vergleich zu den mithilfe eines naiven AR-Prozesses angefertigten Prognosen. Aus dem Kastendiagramm, das 16 Teilsektoren der Dienstleistungen sowie den Gesamtsektor der Dienstleistungen (rote Punkte) abdeckt, lässt sich schließen, dass die Erwartungen eindeutige Vorlaufeigenschaften aufweisen, wenn Beobachtungen aus der Zeit nach der Pandemie hinzugefügt werden. Die RMSE liegt dann deutlich unter einem Wert von 1, was insbesondere beim Gesamtsektor der Dienstleistungen der Fall ist. Dies deutet darauf hin, dass Erwartungen zusätzliche Prognosekraft bezogen auf die naive Benchmark liefern.

Abbildung C

Prognoseeigenschaften der Verkaufspreiserwartungen für die Inflation im Gesamtsektor und in Teilssektoren der Dienstleistungen

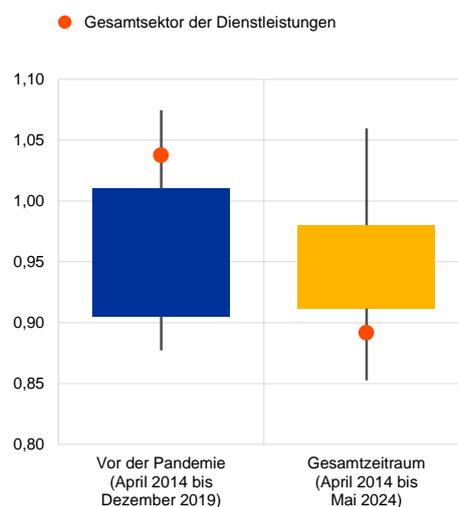
a) Inflation im Gesamtsektor der Dienstleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) RMSE für den Gesamtsektor und die Teilssektoren der Dienstleistungen

(BVAR-Modell im Verhältnis zum AR-Prozess)



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

Anmerkung: Die Out-of-sample-Prognosen wurden rekursiv mit expandierenden Zeitfenstern unter Verwendung der BEAR-Toolbox erstellt, wobei zwölf Verzögerungen und Standardannahmen bzgl. der A-priori-Wahrscheinlichkeiten berücksichtigt wurden. Für den Dienstleistungssektor wurde der Zeitraum von Januar 1992 bis Mai 2024 untersucht. Der Betrachtungszeitraum für die Teilssektoren variiert jedoch je nach Verfügbarkeit der Daten. Der Evaluierungszeitraum für die Dreimonatsprognosen ist für alle identisch und beginnt aufgrund der Datenverfügbarkeit im April 2014. Die Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (RMSE) wird für zwei unterschiedliche Zeiträume berechnet: den Vorpandemiezeitraum von April 2014 bis Dezember 2019 und den gesamten Stichprobenzeitraum von April 2014 bis Mai 2024. Die granularen Daten der Europäischen Kommission, deren Klassifizierung gemäß der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE) erfolgt, wurden mit den HVPI-COICOP-Daten abgeglichen, woraus sich 16 Sektoren mit ausreichend langen historischen Datenreihen ergaben. Die relative RMSE wird im Verhältnis zu einem AR-Referenzwert ausgedrückt; eine Zahl unter 1 zeigt an, dass das BVAR-Modell einschließlich Erwartungen einem AR-Prozess überlegen ist.

Die Prognosekraft der von der Europäischen Kommission erhobenen Verkaufspreiserwartungen für die HVPI-Inflation im Gesamtsektor der Dienstleistungen scheint gemäß einem auf maschinellem Lernen basierendem Modell in hohem Maße nichtlinear zu sein. Mit einem Quantile-Regression-Forest-Modell (QRF-Modell) lässt sich ein allgemeiner nichtlinearer Zusammenhang zwischen der HVPI-Inflation bei Dienstleistungen im Euroraum und einer Vielzahl unterschiedlicher Determinanten erfassen.⁴ Vor der Pandemie trugen die Verkaufspreiserwartungen nur begrenzt zur Erklärung der jährlichen Teuerungsrate im Gesamtsektor der Dienstleistungen in drei Monaten bei; in der Zeit danach stieg ihr Beitrag aber nichtlinear an (siehe Abbildung D, Grafik a). Tatsächlich zeigt das QRF-Modell einen Schwelleneffekt für die Verkaufspreiserwartungen: Ab einem bestimmten Niveau nimmt der Beitrag dieser Erwartungen zur Erklärung des Preisaufliebs bei den Dienstleistungen plötzlich sprunghaft zu. Die Nichtlinearität könnte damit zusammenhängen, dass diese Umfragevariable (angesichts der spezifischen Formulierung der zugrunde liegenden Fragen) die Häufigkeit von

⁴ Die QRF-Schätzungen und -Datensätze orientieren sich an: M. Lenza, I. Moutachaker und J. Paredes, [Density Forecasts of Inflation: A Quantile Regression Forest Approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2830, 2023. Der ursprüngliche Datensatz wurde mit den von der Europäischen Kommission erhobenen Verkaufspreiserwartungen für den Dienstleistungssektor ergänzt.

Preisanpassungen anzeigt, die in der Hochinflationphase zugenommen und deutlich an Relevanz gewonnen hat. Vor dem Inflationsschub lag dieser Indikator bei der Erklärung der künftigen Teuerungsrate im Durchschnitt auf Rang 13, wohingegen er aktuell den fünften Rang einnimmt (siehe Abbildung D, Grafik b).

Abbildung D

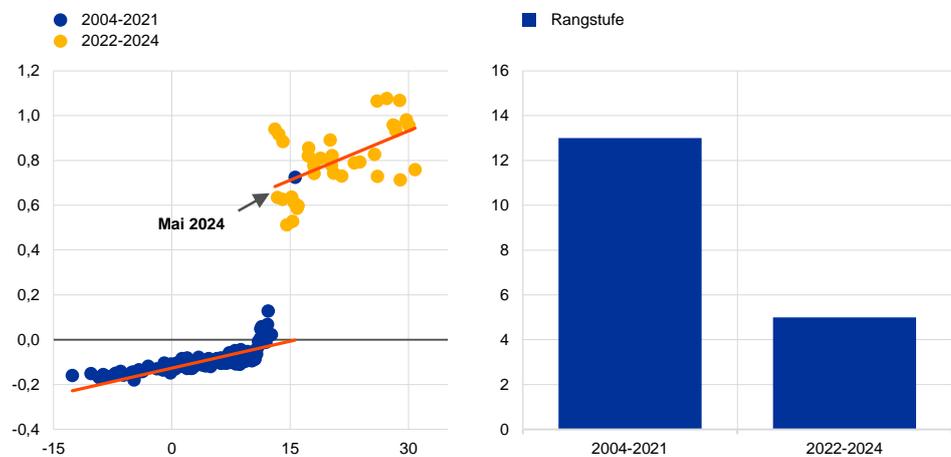
Beitrag der von der Europäischen Kommission erhobenen Verkaufspreiserwartungen für Dienstleistungen zur Erklärung der Inflation im Dienstleistungssektor

a) Beitrag der Verkaufspreiserwartungen zur jährlichen Teuerung der Dienstleistungen in drei Monaten

b) Rang der Verkaufspreiserwartungen bei der Erklärung der jährlichen Teuerung der Dienstleistungen in drei Monaten (unter 60 Variablen)

(x-Achse: Verkaufspreiserwartungen für Dienstleistungen, Saldo der Antworten; y-Achse: Abweichung des Beitrags zur Teuerung der Dienstleistungen vom Mittelwert in Prozentpunkten)

(Rangstufe)



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

Anmerkung: „2004-2021“ steht für den Zeitraum von 2004 bis September 2021, „2022-2024“ für den Zeitraum von Oktober 2021 bis Mai 2024.

Insgesamt haben die Verkaufspreiserwartungen für Dienstleistungen eine gewisse Prognosekraft für die im HVPI enthaltenen Dienstleistungen. Besonders deutlich tritt diese Prognosekraft in der Nähe von Wendepunkten und bei einer hohen Inflation zutage. Mithilfe der Daten zu den

Verkaufspreiserwartungen für Dienstleistungen lässt sich der Inflationsdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette messen, zumal für Erzeugerpreise im Dienstleistungssektor nur eingeschränkt Daten vorliegen. Solche Umfragedaten können mitunter Hinweise auf bedeutende Wendepunkte liefern und Nichtlinearitäten aufzeigen. Während des jüngsten Inflationsanstiegs trugen die Verkaufspreiserwartungen dazu bei, die HVPI-Inflation bei Dienstleistungen vorherzusagen. Allerdings dürfte die Nichtlinearität der Prognosekraft mit einer sich normalisierenden Teuerung nachlassen.

Die Kapitalrendite und ihre maßgeblichen Einflussfaktoren in jüngerer Zeit

John Hutchinson und Arthur Saint Guilhem

Seit dem Höchststand der Realzinsen in den 1980er-Jahren hat die Divergenz zwischen den Renditen auf das Produktionskapital und auf sichere Anlagen zugenommen. Aufgrund der möglichen Folgen für Investitionen ist die Analyse dieses Trends von Belang. Die Rendite auf das Kapital für produktive Zwecke ist eine wichtige Investitionskennzahl. Da der risikofreie Zinssatz die Opportunitätskosten für Investitionen in produktives Kapital widerspiegelt, könnte die anhaltende Divergenz den Schluss nahelegen, dass Investoren zögern, sich in Projekten zu engagieren, die als risikoreicher wahrgenommen werden. Die Folgen sind eine ineffiziente Kapitalallokation und ein Mangel an Investitionen. Eine solche Sachlage gefährdet die substanziellen Investitionen, die erforderlich sind, um den ökologischen Wandel voranzutreiben. Im Folgenden wird untersucht, was für diese Divergenz verantwortlich sein könnte, und aufgezeigt, dass eine höhere Risikoprämie den Hauptfaktor darstellt, aber auch steigende ökonomische Renten eine Rolle spielen.

Bei der Schätzung der Kapitalrendite sind verschiedene Annahmen zugrunde zu legen, insbesondere im Hinblick auf finanzielle Vermögenswerte und die Rolle des Wohnimmobiliensektors im Kapitalstock. Zusätzliche Aspekte betreffen die Berechnung des Kapitaleinkommens und die Frage, ob die Gesamtwirtschaft oder lediglich die Produktionssektoren einbezogen werden sollten. Demzufolge sind verschiedene Ansätze möglich.

Im vorliegenden Kasten wird eine komplexe Kennzahl herangezogen: die reale Kapitalrendite vor Steuern für die Gesamtwirtschaft.¹ Diese Kennzahl ergibt sich aus dem Nettoeinkommen im Inland abzüglich der Gesamtvergütung, dividiert durch den Nettokapitalstock. Seit den 1990er-Jahren schwankt diese Kennzahl sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten innerhalb einer vergleichsweise engen Spanne, wobei in den Vereinigten Staaten ein leichter Aufwärtstrend festzustellen ist.² Zudem war die Kapitalrendite in den Vereinigten Staaten durchweg höher als im Eurogebiet. Die Divergenz wird als Differenz zwischen der Kapitalrendite und dem realen risikofreien Zinssatz berechnet, der hier auf den Dreimonats-EURIBOR (für den Euroraum) bzw. den Zinssatz für Schatzwechsel (für die Vereinigten Staaten) abzüglich der Erwartungen für die Teuerung in einem Jahr festgelegt wird.

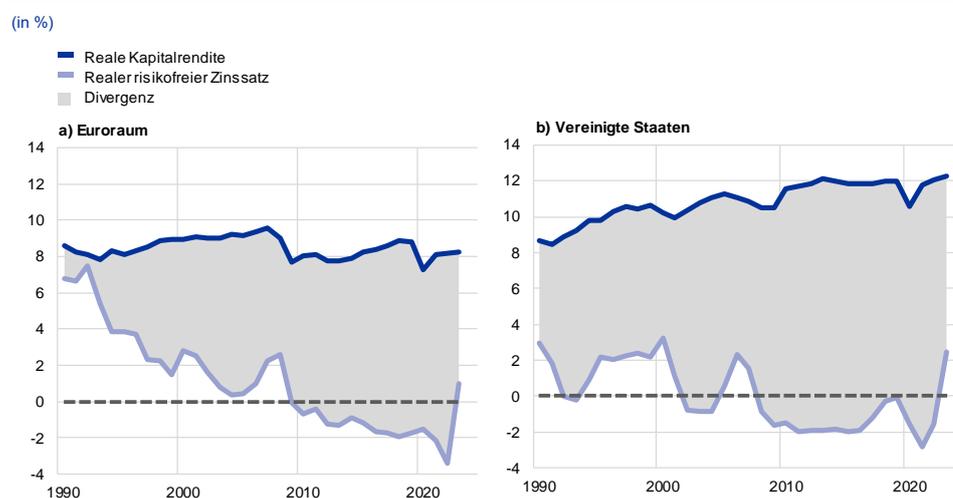
¹ Obwohl die Steuerkomponente bei Investitionsentscheidungen von Unternehmen einen ökonomisch relevanten Faktor darstellt, liegen zu den Renditen nach Steuern keine harmonisierten Daten vor.

² Noch nicht vollständig geklärt ist, ob der Bestand an immateriellen Vermögenswerten in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen unterschätzt wird und dies dazu führen könnte, dass die Kapitalrendite überschätzt wird. Eine Überschlagsrechnung unter der Annahme, dass die immateriellen Vermögenswerte um 50 % zu niedrig geschätzt werden, ergibt, dass sich die Auswirkungen auf die Kapitalrendite in Grenzen halten würden (weniger als 1 Prozentpunkt). Diese Feststellungen decken sich mit denjenigen in E. Farhi und F. Gourio, Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia, Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2018, S. 147-250.

Die zunehmende Divergenz zwischen der Kapitalrendite und dem risikofreien Zinssatz erreichte während der Pandemie sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten ihren Höhepunkt, verringerte sich jedoch während des jüngsten Zinserhöhungszyklus wieder. Die relative Stabilität der Kapitalrendite steht in starkem Kontrast zum langfristigen Rückgang der Realrenditen sicherer Anlagen. Die Divergenz stieg weiter beträchtlich an und erreichte während des jüngsten Inflationsanstiegs ihren Höchstwert (siehe Abbildung A). Die anschließende geldpolitische Reaktion und der Rückgang der Inflationserwartungen haben zu einem Anstieg des realen risikofreien Zinssatzes geführt und so dessen Abstand zur Kapitalrendite verringert.

Abbildung A

Divergenz zwischen der Kapitalrendite und den risikofreien Zinssätzen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



Quellen: AMECO-Datenbank, Datenbank Federal Reserve Economic Data (FRED), Datenbank des Euroraum-Modells, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die reale Kapitalrendite ist die Rendite vor Steuern im Euroraum und in den Vereinigten Staaten. Die Realzinsen werden als Differenz zwischen dem Dreimonats-EURIBOR bzw. dem Zinssatz für US-Schatzwechsel und den Erwartungen für die Teuerung in einem Jahr berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2023.

Um die für diese Divergenz im Euroraum maßgeblichen Faktoren zu untersuchen, wird ein von Caballero, Farhi und Gourinchas vorgeschlagener Rechenansatz verwendet, der die Entwicklung der Divergenz mit der Entwicklung vier wichtiger ökonomischer Variablen (Lohnquote, Risikoprämie, erwarteter Kapitalverlust und Aufschläge) verknüpft.³ Die Lohnquote ist beobachtbar und wird als bereinigte Lohnquote der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission herangezogen.⁴ Aus der Lohnquote und der

³ Siehe R. J. Caballero, E. Farhi und P.-O. Gourinchas, Rents, Technical Change, and Risk Premia: Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields, and Factor Shares, *American Economic Review*, Bd. 107(5), 2017, S. 614-620. Die für diese Divergenz verantwortlichen Faktoren wurden bis dato nur in wenigen Studien untersucht. Siehe auch K. Daly, A Secular Increase in the Equity Risk Premium, *International Finance*, Bd. 19(2), 2016, S. 179-200; J. Hutchinson und A. Saint Guilhem, [The wedge between the return on capital and risk-free rates](#), Eco Notepad, Banque de France, Februar 2019; M. Marx, B. Mojon und F. R. Velde, Why have interest rates fallen far below the return on capital?, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 124(S), 2021, S. 57-76.

⁴ Die bereinigte Lohnquote wird als Gesamtvergütung (bereinigt um die Gesamtbeschäftigung) im Verhältnis zum nominalen BIP berechnet.

Produktionselastizität gegenüber Kapital lässt sich ein Maß für den durchschnittlichen Warenaufschlag ableiten. Dieses Maß dient beim genannten Rechenansatz als Näherungsgröße für die ökonomischen Renten und verhält sich umgekehrt proportional zur Lohnquote. Die reale durchschnittliche Kapitalrendite ist definiert als das Verhältnis zwischen dem realen Kapitaleinkommen und dem Kapitalstock abzüglich Abschreibungen. Die Risikoprämie auf das Kapital wird dann als die den risikofreien Zinssatz übersteigende Kapitalrendite geschätzt, und zwar unter Berücksichtigung von Abschreibungen, Renten und erwarteten Kapitalverlusten infolge des im Zeitverlauf rückläufigen Investitionswerts. In diesem Beispiel wird eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion und keine Produktionsfunktion mit konstanter Substitutionselastizität (CES-Funktion) herangezogen. Bei diesem Ansatz wird unterstellt, dass Änderungen der Lohnquote geänderten Aufschlägen zuzuschreiben sind und kapitalsteigernde Technologie keine Rolle spielt.⁵

Dieser Rechenansatz wird mit Daten aus dem Euroraum und den Vereinigten Staaten kalibriert, um der festgestellten Divergenz zwischen der Kapitalrendite vor Steuern und dem risikofreien Zinssatz im Zeitraum von 1990 bis 2023 zu entsprechen (siehe Abbildung B). Etwa seit Mitte der 2000er-Jahre hat sich die Divergenz in beiden Wirtschaftsräumen erhöht. Im Eurogebiet ist dieser Anstieg insbesondere seit der Pandemie vorwiegend der Risikoprämie geschuldet, wohingegen der Beitrag der in den einzelnen Zeiträumen doch hohen Aufschläge leicht nachgelassen hat. Diese Verschiebung bei den Aufschlägen könnte eine Folge der Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten sein, die nach der Weltfinanz- und der Staatsschuldenkrise im Euroraum durchgeführt wurden. In den Vereinigten Staaten war der Anstieg hauptsächlich auf eine höhere Risikoprämie und in geringerem Maße auf höhere Aufschläge zurückzuführen. Die Divergenz und die bei diesem Rechenansatz herangezogenen verantwortlichen Faktoren sind in den Vereinigten Staaten seit Ausbruch der Pandemie weitgehend unverändert. Die Feststellung, dass die Divergenz in den Vereinigten Staaten zu einem großen Teil durch Aufschläge verursacht wird, deckt sich mit empirischen Studien, denen zufolge die Aufschläge in den Vereinigten Staaten in den letzten 30 Jahren gestiegen sind.⁶

⁵ Obwohl dies hier nicht ausgeführt wird, wurde zum Vergleich auch eine CES-Produktionsfunktion herangezogen, wobei die wesentlichen Ergebnisse unverändert blieben.

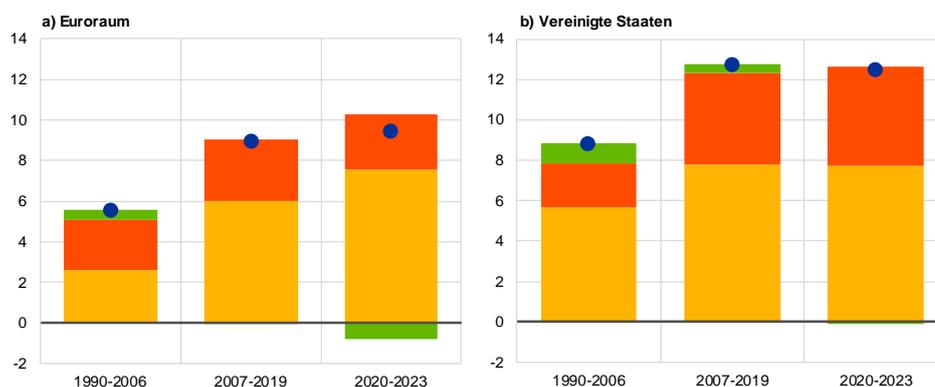
⁶ Studien zeigen, dass der Anstieg der Aufschläge vom oberen Rand der Verteilung aller Aufschläge getrieben wird. Siehe beispielsweise J. De Loecker, J. Eeckhout und G. Unger, The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 135, Ausgabe 2, 2020, S. 561-644.

Abbildung B

Aufschlüsselung der Divergenz zwischen der Kapitalrendite und den risikofreien Zinssätzen

(in Prozentpunkten)

- Divergenz
- Risikoprämie
- Aufschläge
- Erwarteter Kapitalverlust



Quellen: AMECO-Datenbank, FRED-Datenbank, Datenbank des Euroraum-Modells, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Der seit der Pandemie zu beobachtende Anstieg der Risikoprämie im Euroraum ist der erhöhten Unsicherheit infolge der Pandemie und den geopolitischen Entwicklungen geschuldet. Hierzu beigetragen haben auch der längerfristige Trend einer steigenden Nachfrage nach sicheren Anlagen und ein geringeres Angebot, wodurch der risikofreie Zinssatz gesunken ist, während die Renditen risikoreicher Anlagen hiervon unberührt blieben. Bei längerfristiger Betrachtung zeigt sich, dass der beträchtliche Anstieg der Risikoprämie etwa ab dem Jahr 2000 eine erhöhte Nachfrage nach sicheren Anlagen widerspiegeln könnte, die sich durch regulatorische Änderungen nach der Krise und einen allgemeinen Rückgang des Angebots an sicheren Anlagen verstärkte. Diese Faktoren haben das Nettoangebot an sicheren Anlagen schrittweise verringert und dadurch den risikofreien Zinssatz nach unten gedrückt, wohingegen die Rendite risikoreicher Anlagen unberührt blieb.^{7,8} Wenngleich noch weitere Faktoren wie die Bevölkerungsentwicklung und eine niedrige Produktivität als Ursache für den langfristigen Rückgang der risikofreien Zinssätze ausgemacht wurden, bleibt ihr Einfluss auf die Divergenz etwas unklar.

Diese anhaltende Divergenz kann als Indikator für Ineffizienzen bei der Kapitalallokation betrachtet werden. Erhöhte Kapitalrenditen können Unternehmen – insbesondere jüngere Unternehmen mit höherer Produktivität – von Investitionsprojekten abhalten, und das bremst die Konjunktur. Ein verbesserter Zugang zu Kapitalfinanzierungen könnte diese Divergenz abmildern, sodass Investitionen gefördert und der ökologische Wandel vorangetrieben werden.

⁷ Siehe R. J. Caballero, E. Farhi und P.-O. Gourinchas, Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand, *American Economic Review*, Bd. 106(5), 2016, S. 513-518; T. R. T. Ferreira und S. Shousha, Determinants of global neutral interest rates, *Journal of International Economics*, Bd. 145, 2023.

⁸ Zu beachten ist, dass die jüngsten Schätzungen des gleichgewichtigen Realzinses leicht gestiegen sind. Siehe hierzu unter anderem EZB, [Schätzungen des natürlichen Zinssatzes im Euroraum: eine aktuelle Betrachtung](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2024.

Im Euroraum könnte die weitere Integration der Finanzmärkte, wie die Vollendung der Kapitalmarktunion, zur Senkung der Risikoprämie beitragen, indem die Fragmentierung der Finanzmärkte nachlässt, die Portfoliodiversifizierung steigt und sich die Markteffizienz verbessert. Hierdurch könnten die schwache Investitionstätigkeit angekurbelt und der ökologische Wandel im Euroraum gefördert werden. Die Investitionen, die im Eurogebiet für die Umsetzung der Verpflichtungen im Rahmen des „Fit für 55“-Pakets erforderlich sind, sind beträchtlich. Auch wenn dieser Investitionsbedarf teilweise durch CO₂-Steuern gedeckt werden könnte, werden noch bedeutend höhere Investitionen vonnöten sein, um den notwendigen Umfang zu erreichen.⁹

⁹ Einige quantitative Schätzungen finden sich in: EZB, [Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft](#), Wirtschaftsbericht 5/2023.

Projektionen zu alterungsbedingten Staatsausgaben – neue Erkenntnisse aus dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024

Edmund Moshhammer und Joachim Schroth

Anhand der Erkenntnisse aus dem aktuellen Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 werden im Folgenden die Projektionen der letzten 15 Jahre zu den alterungsbedingten Ausgaben der Euro-Länder analysiert. Der Alterungsbericht¹ wird alle drei Jahre von der Arbeitsgruppe „Auswirkungen der Bevölkerungsalterung“ des Ausschusses für Wirtschaftspolitik – welcher dem Rat der Europäischen Union zuarbeitet – erstellt. Die jüngste Ausgabe wurde am 19. April 2024 veröffentlicht. Der Bericht enthält Vorausberechnungen zu den alterungsbedingten Ausgaben der EU-Mitgliedstaaten im Zeitraum 2022-2070.² Die Ergebnisse fließen maßgeblich in die Analysen von Europäischer Kommission und EZB zur langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ein. Ferner sind die Projektionen ein wichtiges Element bei der Umsetzung des reformierten finanzpolitischen Regelwerks der EU. Mit der Ende April 2024 in Kraft getretenen Reform sind die Regierungen nun stärker gefordert, sich mit den Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu befassen.

Im Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 wird davon ausgegangen, dass die alterungsbedingten Ausgaben im Euroraum in Relation zum BIP von 25,1 % im Jahr 2022 auf 26,5 % im Jahr 2070 steigen werden. Dabei divergiert die Entwicklung in den einzelnen Ländern aufgrund der unterschiedlichen Ausgangslage etwa in Bezug auf die Bevölkerungsstruktur und institutionellen Regeln (siehe Abbildung A).³ In neun Ländern erhöhen sich die einschlägigen Belastungen schätzungsweise um mehr als 4 Prozentpunkte, während für sechs Staaten ein Rückgang erwartet wird. Der Anstieg der gesamten alterungsbedingten Ausgaben im Eurogebiet ist laut Bericht vor allem den steigenden Altersversorgungsaufwendungen sowie, in geringerem Maße, zunehmenden Ausgaben für Gesundheit und Pflege zuzuschreiben. Die Bildungsausgaben werden der Projektion zufolge in allen Staaten leicht zurückgehen. Ein Vergleich der Zeiträume 2022-2045 und 2022-2070 ergibt, dass sich die alterungsbedingten Ausgaben in den einzelnen Ländern wohl zu sehr unterschiedlichen Zeitpunkten erhöhen werden. Im Allgemeinen sind derart langfristige Projektionen mit großer Unsicherheit behaftet. In einem Risikoszenario, in dem für Gesundheit und Pflege eine höhere Nachfragerelastizität und eine Konvergenz der länderspezifischen Ausgaben und Leistungsabdeckungen unterstellt werden, wird veranschaulicht, dass die alterungsbedingten Belastungen im Euroraum bis 2070 um 4,0 Prozentpunkte

¹ Siehe Europäische Kommission, [2024 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#), Institutional Paper 279, European Economy, 2024.

² Zu einer Analyse der zugrunde liegenden demografischen Annahmen siehe EZB, [Bevölkerungstrends gemäß EUROPOP2023-Prognosen und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Euroraum](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 3/2023.

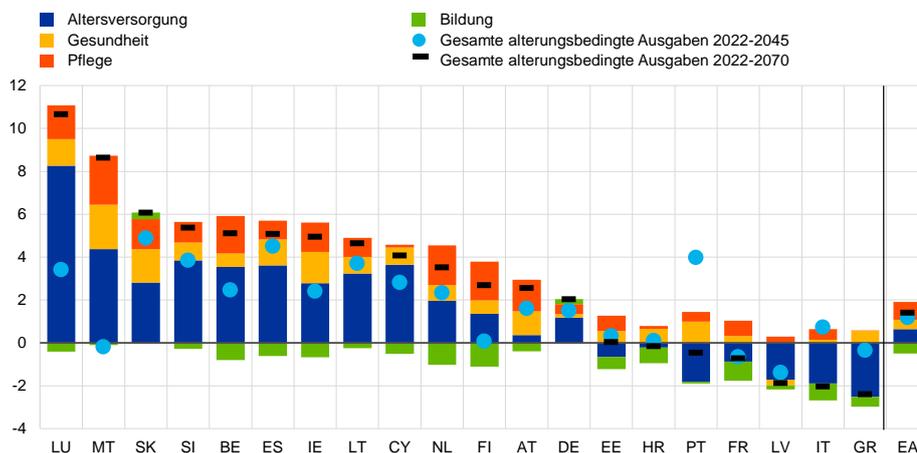
³ So verfügen 13 Euro-Länder über automatische Anpassungsmechanismen, die sich auf die Rentenleistungen auswirken oder das Renteneintrittsalter an die Lebenserwartung koppeln.

steigen könnten. Dem steht ein geschätzter Anstieg um 1,4 Prozentpunkte in den Basisprojektionen gegenüber.

Abbildung A

Veränderung der gesamten alterungsbedingten Ausgaben und ihrer Komponenten

(in Prozentpunkten; 2022-2070)



Quellen: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Gesamte alterungsbedingte Ausgaben in Relation zum BIP.

Gegenüber den vor drei Jahren veröffentlichten Projektionen fallen die gesamten alterungsbedingten Ausgaben auf Euroraumebene bis 2070 nun um 0,3 Prozentpunkte höher aus. Dies spiegelt Aufwärtsrevisionen dieser Belastungen in zehn Ländern des Eurogebiets und Abwärtsrevisionen in den zehn anderen Staaten wider. Die größte Anpassung nach oben wurde für Spanien (+7 Prozentpunkte bis 2070) und Zypern (+6 Prozentpunkte) vorgenommen. In Spanien ist dies unter anderem der teilweisen Aufhebung der Rentenreformen der Jahre 2011 und 2013 geschuldet. Für die Slowakei hingegen wurden die Ausgaben des Jahres 2070 um 4 Prozentpunkte nach unten angepasst. Der für 2022 bis 2070 projizierte Ausgabenanstieg wurde infolge einer Rentenreform im Jahr 2022 auf 6 Prozentpunkte gesenkt.

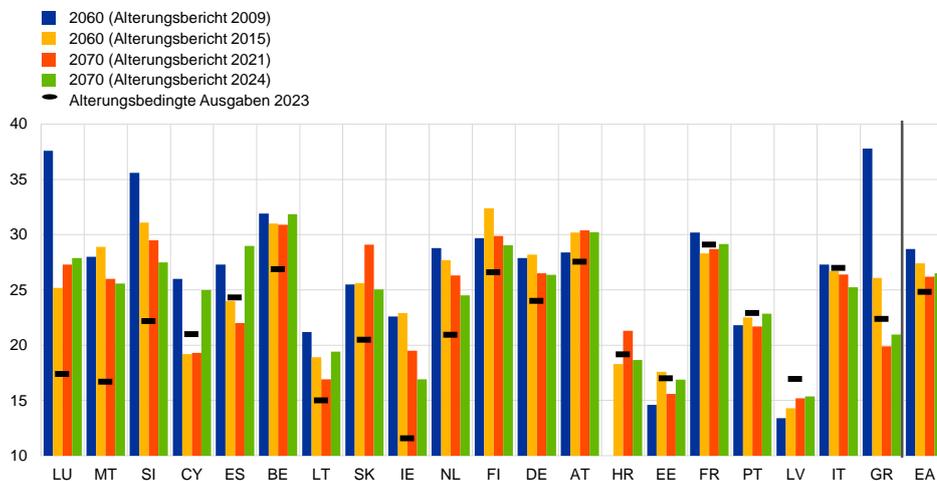
In der längerfristigen Betrachtung der seit 2009 veröffentlichten Altersberichte fallen einige Verlaufsmuster auf (siehe Abbildung B). Im jüngsten Bericht zeigt sich als positive Entwicklung, dass wohl nur zwei Staaten im Projektionszeitraum einen Anstieg ihrer alterungsbedingten Ausgaben um mehr als 6 Prozentpunkte zu erwarten haben.⁴ In den früheren Berichten waren dies zwölf Staaten. Allerdings wird noch immer damit gerechnet, dass sich die Belastungen in den meisten Ländern deutlich erhöhen werden. Nur sieben Länder weisen mit einem Ausgabenanstieg von weniger als 1 Prozentpunkt des BIP eine stabile oder rückläufige Entwicklung auf, während dies im Altersbericht 2015 noch auf neun Länder zutraf.

⁴ Dies ist auf geänderte Annahmen und strukturpolitische Änderungen in den EU-Mitgliedstaaten, aber auch auf eine Zunahme der tatsächlichen alterungsbedingten Ausgaben zurückzuführen.

Abbildung B

Gesamte alterungsbedingte Ausgaben im Jahr 2023 und in langfristigen Projektionen

(in % des BIP)



Quellen: Berichte über die Bevölkerungsalterung 2009, 2015, 2021 und 2024 sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Verglichen werden die Projektionen des aktuellen Altersberichts sowie einiger früherer Ausgaben. 2009 und 2015 endete der Projektionszeitraum 2060, während 2021 und 2024 auf einen Projektionszeitraum bis 2070 abgestellt wurde. Daten zu Kroatien lagen erstmals für den Altersbericht 2015 vor. Reihenfolge der Länder nach Ausmaß des Ausgabenanstiegs im Bericht 2024.

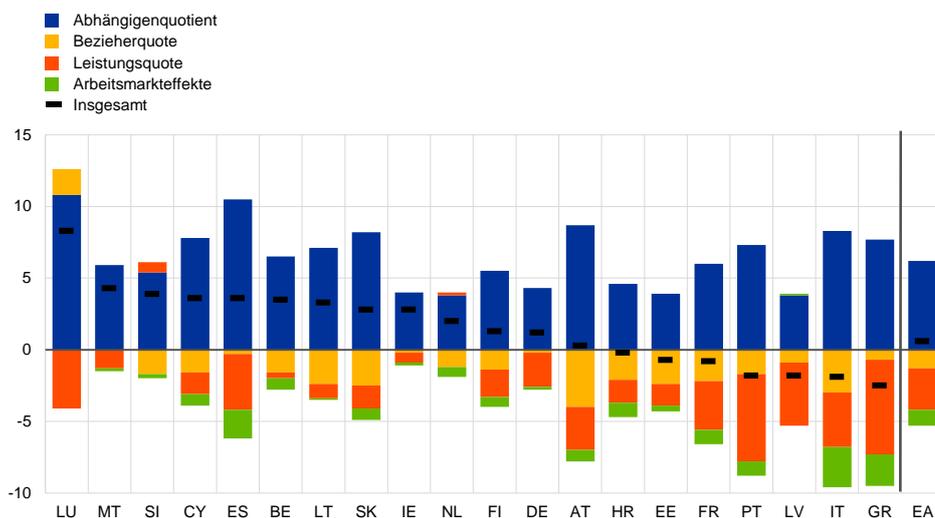
Der aktuelle Bericht zeigt, dass der Anstieg der alterungsbedingten Staatsausgaben für die Altersversorgung durch niedrigere Leistungsniveaus, einen späteren Renteneintritt und andere strukturelle Arbeitsmarkteffekte gedämpft werden dürfte. In einer tiefer gehenden Betrachtung der Ausgaben für die Altersversorgung lässt sich deren Entwicklung nach den vier Hauptkomponenten Abhängigenquotient, Bezieherquote, Leistungsquote und Arbeitsmarkteffekte gliedern. Der Abhängigenquotient, d. h. die Anzahl der jüngeren und älteren Personen in Relation zur Bevölkerung im Erwerbsalter, wird die Ausgaben für die staatliche Altersversorgung schätzungsweise in allen Ländern ansteigen lassen. Im Durchschnitt beläuft sich die Zunahme im Zeitraum bis 2070 auf 6,2 Prozentpunkte (siehe Abbildung C). Gegenläufig wirken die Leistungsquote (-2,9 Prozentpunkte), die Bezieherquote (-1,3 Prozentpunkte) und Arbeitsmarkteffekte (-1,1 Prozentpunkte). Die Leistungsquote beziffert den Leistungsumfang des Alterssicherungssystems anhand der Rentenleistungen in Relation zu den Löhnen. Ihre Entwicklung hängt davon ab, wie rasch und in welchem Ausmaß die Leistungen als Reaktion auf die Teuerung und auf Produktivitätszuwächse angepasst werden. Die größten Einsparungen bezüglich dieser Komponente werden für Griechenland und Portugal vorausberechnet. Die Bezieherquote drückt die Zahl der Rentempfänger in Relation zur Anzahl der Menschen, die 65 Jahre und älter sind, aus. Sie wird von bisherigen Reformen des Renteneintrittsalters etwa in Bezug auf Vorruhestandsregelungen oder Änderungen des gesetzlichen Rentenalters beeinflusst. Hier ergeben sich für die Slowakei die größten Ausgabenreduzierungen. Die Arbeitsmarkteffekte resultieren aus Veränderungen, die sich auf Beschäftigung, Arbeitszeit und Erwerbsquote der über 64-Jährigen auswirken. Der Projektion zufolge werden sie sich verringern. Ursächlich hierfür sind Reformen, die Anreize für eine Verlängerung der Erwerbsphase setzen, sowie die Annahme einer steigenden Beschäftigungsquote. Der größte Effekt ergibt sich bei Italien, wo eine höhere

Beschäftigungsquote und längere Erwerbsphasen die öffentlichen Alterssicherungsaufwendungen bis 2070 um 2,8 Prozentpunkte sinken lassen.

Abbildung C

Bestimmungsfaktoren der Projektionen zu den Staatsausgaben für die Altersversorgung

(in Prozentpunkten; 2022-2070)



Quellen: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Nicht dargestellt ist eine Restgröße, die sich aus Wechselwirkungen zwischen den Komponenten ergibt und die gesamten Alterssicherungsaufwendungen der Länder in Relation zum BIP um 0,1 Prozentpunkte bis 0,7 Prozentpunkte verringert. Im Fall Luxemburgs haben die Bezieherquote und die Arbeitsmarkteffekte keine Aussagekraft, da die Projektionen zur Erwerbsbevölkerung keine grenzüberschreitend tätigen Arbeitskräfte berücksichtigen.

Die Alterung der Gesellschaft wird sich den Vorausberechnungen zufolge bis 2070 auch insofern negativ auf die öffentlichen Finanzen auswirken, als sie das Wachstum des Produktionspotenzials abschwächt. Der

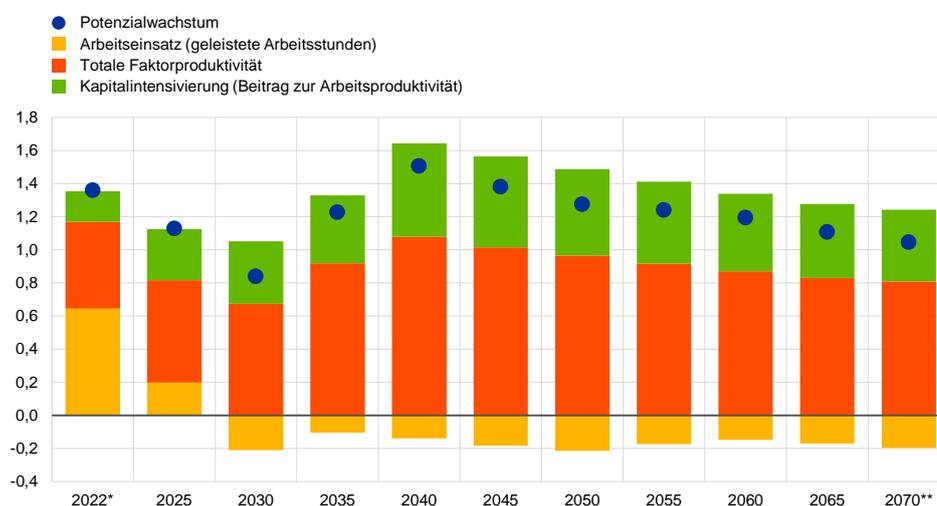
Alterungsbericht 2024 geht davon aus, dass sich das Potenzialwachstum im Eurogebiet ausgehend von seinem für 2024 und die beiden Vorjahre geschätzten Durchschnitt in Höhe von 1,4 % bis zum Beginn der 2030er-Jahre auf 0,8 % verringern wird, da der Arbeitseinsatz zurückgehen wird (siehe Abbildung D). Gegenüber dem Alterungsbericht 2021 wurde das Wachstum des Produktionspotenzials für 2022-2024 aufgrund des unerwarteten Anstiegs des Wanderungssaldos, der Erwerbsbeteiligung und der Beschäftigungsquote nach oben angepasst. Dagegen bleibt es in der ersten Hälfte der 2030er-Jahre unverändert, sodass sich hier eine stärkere Verlangsamung ergibt, als zuvor erwartet worden war.⁵ In der langen Frist wird das vorausberechnete Potenzialwachstum unter seinem geschätzten aktuellen Wert liegen. Bis 2070 wird es allmählich auf 1,0 % sinken. Damit bleibt es hinter der vorangegangenen Projektion von 1,4 % zurück. Ursächlich hierfür sind Anpassungen aller Komponenten. So wurde insbesondere das Wachstum der totalen Faktorproduktivität im Jahr 2070 um 0,2 Prozentpunkte

⁵ Das Wachstumsprofil des Produktionspotenzials in den ersten zehn Jahren des Projektionszeitraums basiert auf der [harmonisierten Methodik](#) der Arbeitsgruppe „Produktionslücken“ des Ausschusses für Wirtschaftspolitik.

auf 0,8 % gesenkt.⁶ Angesichts der Migrationsentwicklung und der Tatsache, dass sich die Auswirkungen des digitalen und ökologischen Wandels nur schwer vorhersagen lassen, sind die Projektionen jedoch mit großer Unsicherheit behaftet. Des Weiteren fließen nicht alle potenziellen Effekte der demografischen Alterung auf das Produktionspotenzial in die Schätzungen ein. So könnte die gesamtwirtschaftliche Produktivität durch ein abnehmendes physisches Leistungsvermögen, nachlassende Gesundheit oder geringere Innovationen beeinträchtigt werden. Auch bleiben die möglichen Effekte einer geänderten Zusammensetzung der Staatsausgaben auf das Produktionspotenzial unberücksichtigt. Höhere alterungsbedingte Ausgaben könnten etwa dazu führen, dass weniger Mittel für Infrastrukturinvestitionen zur Verfügung stehen.⁷

Abbildung D Projektionen zum Potenzialwachstum und Beiträge seiner Komponenten

(durchschnittliches jährliches Wachstum in % während Fünfjahreszeiträumen)



Quellen: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das durchschnittliche Wachstum des jeweiligen Jahres und der vier Folgejahre. Bei einer Kapitalintensivierung handelt es sich um die Veränderung des Kapitals je geleistete Arbeitsstunde. * Für 2022 beziehen sich die Daten auf das durchschnittliche Wachstum im Zeitraum 2022-2024. ** Für 2070 beziehen sich die Daten auf das durchschnittliche Wachstum im Jahr 2070.

Steigende alterungsbedingte Ausgaben sind ein wesentlicher Aspekt bei der Beurteilung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

Demografische Verschiebungen, die einen höheren Anteil älterer Menschen mit entsprechenden Rentenleistungen sowie einen gesteigerten Bedarf an Dienstleistungen im Gesundheits- und Pflegebereich zur Folge haben, werden die öffentlichen Finanzen belasten. Die Entwicklung der Projektionen zu den alterungsbedingten Staatsausgaben zeigt, dass trotz der in einigen Ländern erzielten

⁶ Zur totalen Faktorproduktivität und den diesbezüglichen Anpassungen siehe Europäische Kommission, [Prospects for long-term productivity growth, Quarterly Report on the Euro Area](#), Institutional Paper 201, European Economy, 2023. Die revidierten Angaben zur Anzahl der Erwerbspersonen sind vor allem auf die vorausgerechneten niedrigeren Geburtenraten zurückzuführen. Zu den Anpassungen der Kapitalintensivierung, die auf das Wachstum der totalen Faktorproduktivität und die Annahmen zur Konvergenz zwischen den einzelnen Ländern zurückgehen, siehe Europäische Kommission, [2024 Ageing Report. Underlying Assumptions and Projection Methodologies](#), Institutional Paper 257, European Economy, 2023.

⁷ Siehe K. Bodnar und C. Nerlich, [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 296, 2022.

Fortschritte noch erhebliche Herausforderungen zu meistern sind. Zur Bewältigung der wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der demografischen Alterung bedarf es fiskalischer Puffer, einer wachstumsfreundlicheren Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen und struktureller Reformen.⁸ Die Begrenzung der nachteiligen Auswirkungen auf das Potenzialwachstum macht darüber hinaus produktivitätssteigernde Maßnahmen erforderlich, die beispielsweise Innovationen, das lebenslange Lernen und eine raschere Integration von Migranten in den Arbeitsmarkt fördern.

⁸ Siehe K. Bodnar und C. Nerlich, a. a. O.

Aufsätze

1 Entwicklung des chinesischen Wachstumsmodells: Herausforderungen und langfristige Wachstumsaussichten

Alexander Al-Haschimi und Tajda Spital

1 Einleitung

Chinas rasche wirtschaftliche Transformation zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt ist untrennbar mit dem investitionsgestützten Wachstumsmodell des Landes verbunden. Finanziert werden diese Investitionen durch hohe inländische Ersparnisse, die aus verschiedenen staatlichen Maßnahmen resultieren.¹ Diese Ersparnisse fließen in ein Finanzsystem, das stark subventionierte Kredite für Investitionen in die Infrastruktur, das verarbeitende Gewerbe und in Immobilien zur Verfügung stellt. Infolgedessen hat China hohe Wachstumsraten erzielt, indem es das Investitionsniveau schneller anhub als die meisten anderen Länder mit einem ähnlichen Entwicklungsstand (siehe Abbildung 1, Grafik a).²

Ungeachtet dessen gerät dieses investitionsgestützte Wachstumsmodell zunehmend unter Druck. Erstens implizieren sinkende Renditen, dass es schwieriger wird, aus einer zusätzlichen Investitionseinheit Wachstum zu generieren. Einige Beobachter glauben, dass die chinesische Wirtschaft längst den Punkt überschritten hat, an dem sie diese hohen Investitionsraten produktiv einsetzen kann. Zweitens dürfte der politisch bedingte massive Abschwung im chinesischen Immobiliensektor diese wichtige Stütze der Binnennachfrage nachhaltig schwächen. Vor dem Abschwung im Jahr 2021 hatte dieser Sektor noch rund 30 % des BIP erwirtschaftet. Drittens sinkt auch die Auslandsnachfrage, da die Handelsspannungen zunehmen und eine immer größere Zahl von Handelspartnern nicht mehr bereit ist, höhere Defizite im Handel mit China hinzunehmen. Allgemein tragen zudem strukturelle Herausforderungen wie die alternde Bevölkerung und ein

¹ Beispielsweise verringerte sich durch die Ende der 1970er-Jahre eingeführte Ein-Kind-Politik die von Angehörigen geleistete finanzielle Unterstützung zur Altersversorgung, sodass die Ersparnisse für die Altersvorsorge anstiegen. In den 1990er-Jahren führte der Übergang von der Planwirtschaft hin zu einer größeren Bedeutung der Märkte zu einem Abbau der sozialen Sicherungssysteme und in der Folge zu verstärktem Vorsorgesparen. Die Umstellung von arbeitgeberseitig bereitgestelltem Wohnraum auf privates Wohneigentum erforderte zudem höhere Ersparnisse zur Deckung des Eigenkapitalanteils und der Hypothekenzahlungen. Siehe L. Zhang, R. Brooks, D. Ding, H. Ding, H. He, J. Lu und R. Mano, China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies, Working Paper des IWF, Nr. 277, 2018.

² Siehe auch E. Dorrucci, G. Pula und D. Santabárbara, [China's economic growth and rebalancing](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 142, 2013; A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen und D. Lodge (Hrsg.), [The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 206, 2018.

geringes Produktivitätswachstum zu den Belastungen der chinesischen Wirtschaft bei.

Auf diese Herausforderungen reagiert die chinesische Regierung mit verstärkten Bemühungen, das Wachstum durch investitionsfördernde Maßnahmen anzukurbeln. Dieser zusätzliche Investitionsschub scheint fast ausschließlich vom staatlichen Sektor getragen zu werden, wohingegen die Anlageinvestitionen des privaten Sektors seit Beginn der Wohnimmobilienkrise im Jahr 2021 zum Erliegen gekommen sind (siehe Abbildung 1, Grafik b). Die angesichts der nachlassenden Nachfrage ergriffenen staatlichen Maßnahmen zur Ausweitung der Produktion haben potenzielle Auswirkungen auf die chinesischen Handelspartner. Eine angebotsgetriebene Produktionsausweitung könnte die Handelspreise und damit auch die Inflation in diesen Ländern erheblich beeinflussen. Durch die Verlagerung der Produktion zuvor importierter fortgeschrittener Güter ins Inland soll Chinas Autonomie gestärkt und damit die Importintensität des Wirtschaftswachstums verringert werden. Dies wirkt sich zugleich auch auf die Wettbewerbsfähigkeit und die Handelsbilanz Chinas gegenüber seinen Handelspartnern aus.

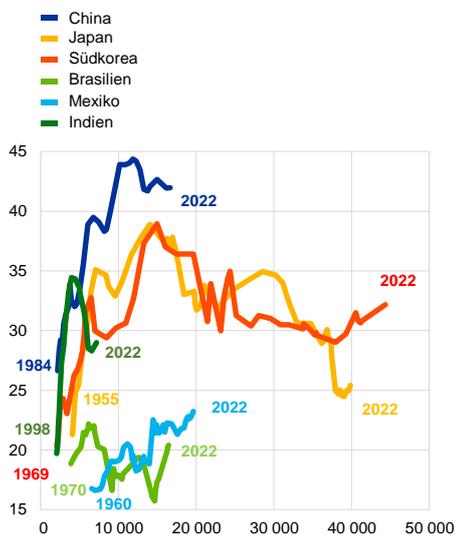
Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Aufsatz das investitionsgestützte Wachstumsmodell Chinas zusammenfassend dargestellt. Außerdem wird das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im verarbeitenden Gewerbe des Landes analysiert. Anschließend werden mögliche Spillover-Effekte auf die Handelspartner beurteilt und die politischen Implikationen für wichtige Industrieländer untersucht.

Abbildung 1

Das investitionsgestützte Wachstumsmodell Chinas

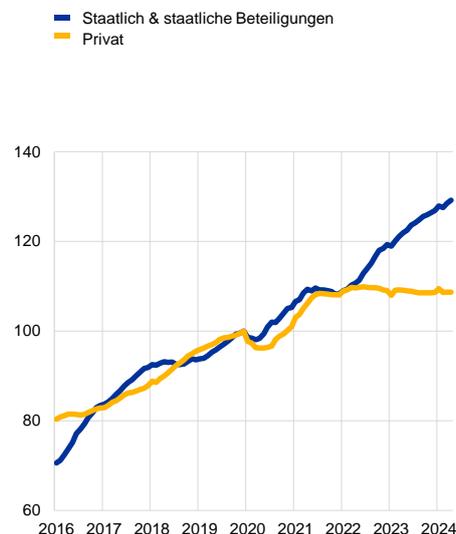
a) Investitionen nach Entwicklungsstand

(x-Achse: Pro-Kopf-BIP in US-Dollar auf Basis der Kaufkraftparitäten von 2017; y-Achse: gesamte Investitionen in % des BIP)



b) Investitionen nach Sektoren

(Index: 2019 = 100; gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quellen: Weltbank, Penn World Tables, National Bureau of Statistics of China und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Pro-Kopf-BIP von 2020 bis 2022 wird anhand von Daten der Weltbank hochgerechnet. Ausgangspunkt für die Investitionsanteile ist ein BIP von 2 000 US-Dollar oder mehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2022 (Grafik a) bzw. April 2024 (Grafik b).

2 Entwicklung der Wachstumstreiber in China

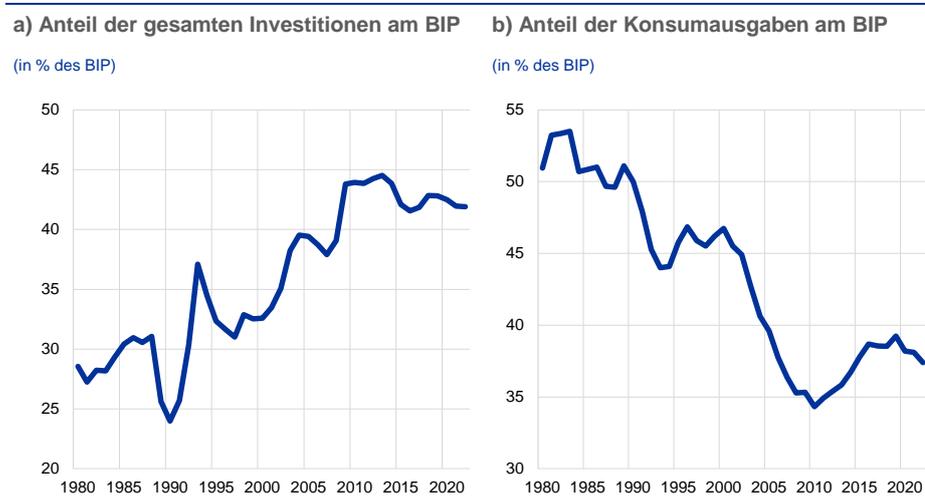
Investitionen sind nach wie vor eine wichtige Triebkraft des

Wirtschaftswachstums in China. In den 30 Jahren bis 2010 stieg der Anteil der Investitionen am chinesischen BIP schrittweise von 35 % auf 47 % an (siehe Abbildung 2). Im Vergleich dazu beläuft sich die typische Investitionsquote der Industrieländer auf rund 20 %, während sie in den ehemaligen Sowjetrepubliken in den ersten zehn Jahren nach ihrem Übergang zur Marktwirtschaft durchschnittlich etwa 30 % betrug. Im selben Dreißigjahreszeitraum sank der Anteil der Konsumausgaben stetig von rund 65 % auf unter 50 % im Jahr 2010. Demgegenüber leistet der Außenhandel einen deutlich geringeren Beitrag zum jährlichen Wachstum als die Investitionen und die Konsumausgaben. Der durchschnittliche Wachstumsbeitrag des Außenhandels zum jährlichen Wachstum des realen BIP, der in den 1990er-Jahren 0,9 Prozentpunkte betrug, liegt seit 2000 bei 0 Prozentpunkten. Während die Integration in globale Wertschöpfungsketten maßgeblich für die technologische Entwicklung war, verzeichnete China zugleich weiterhin hohe Importraten. Dies war unter anderem auf die Einfuhr von Vorleistungsgütern zurückzuführen, die bei der Herstellung von Exportgütern verarbeitet wurden, aber auch auf Investitionsgüterimporte wie Maschinen, die dem Zweck dienten, die Produktionskapazitäten zu verbessern. Die über viele Jahrzehnte hinweg hohen Investitionsraten bildeten in China die Grundlage für notwendige Verbesserungen der Infrastruktur und eine Modernisierung der

Produktionstechnologie. Sie trugen dazu bei, dass sich das Land zu einem bedeutenden globalen Produktionsstandort entwickelte.

Mit der Zeit standen den hohen Investitionsraten jedoch sinkende Renditen gegenüber. Trotz bereits hoher Investitionsraten stieß die chinesische Regierung nach der globalen Finanzkrise zwei weitere Investitionswellen an. Als Reaktion auf die Große Rezession legte sie zunächst ein umfangreiches Konjunkturprogramm zur Stärkung der Infrastruktur und des Immobiliensektors auf, das die jährliche Zuwachsraten der staatlich finanzierten Anlageinvestitionen 2008 auf 36 % und 2009 auf 60 % anschwellen ließ. Als die Stimulierungsmaßnahmen ausliefen, hatten sich jedoch in mehreren Sektoren erhebliche Überkapazitäten aufgebaut. Im Jahr 2015 reagierte die Regierung schließlich mit angebotsseitigen Reformen, die unter anderem darauf abzielten, die Überschusskapazitäten in bestimmten Wirtschaftszweigen zu verringern, unrentable Unternehmen abzuwickeln und den Bestand an unverkauftem Wohnraum zu reduzieren.³ Die zweite Investitionswelle wurde im Jahr 2020 als Reaktion auf die Corona-Pandemie eingeleitet. Dabei richtete die chinesische Regierung ihre Hilfsprogramme an Unternehmen, um das Wachstum in allen Sektoren des verarbeitenden Gewerbes anzuregen; hierzu zählten auch jene Branchen, in denen 2015 noch Kapazitäten abgebaut worden waren. Infolgedessen weiteten sich die Produktionskapazitäten angebotsbedingt wieder aus und überstiegen die Nachfrage, die angesichts der Null-Covid-Politik gedämpfter ausfiel.

Abbildung 2
Langfristiger Trend der Produktionskomponenten in China



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2022.

³ Zu den anvisierten Branchen zählten die Stahl-, Kohle-, Zement- und Glasindustrie sowie der Immobiliensektor und die Landwirtschaft. Siehe J. Boulter, [China's supply-side structural reform](#), Bulletin der Reserve Bank of Australia, Dezember 2018.

Strukturelle und konjunkturelle Faktoren belasten die Nachfrage zunehmend

Seit der globalen Finanzkrise ist das BIP-Wachstum in China anhaltend rückläufig, was unter anderem strukturellen Faktoren zuzuschreiben ist.

Die totale Faktorproduktivität (TFP) begann zu sinken, da zusätzliche Infrastrukturausgaben die Produktivität im Laufe der Zeit weniger steigen ließen. Während das aggregierte jährliche TFP-Wachstum in den zehn Jahren vor der Großen Rezession 2,8 % betrug, verlangsamte es sich im Zeitraum von 2009 bis 2018 auf 0,7 %. Hinzu kommt, dass die chinesische Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter seit 2011 zurückgeht. Nach Schätzungen der Vereinten Nationen wird sie bis 2050 um fast ein Viertel geschrumpft sein. Diese ungünstigen Faktoren dämpfen das chinesische Potenzialwachstum schon jetzt, wobei sich dieser Abwärtstrend noch fortsetzen dürfte (eine modellbasierte Analyse hierzu findet sich in Kasten 1).

Darüber hinaus fielen die konjunkturellen Nachfragefaktoren während der Pandemie in den negativen Bereich.

In dieser Phase brach die Nachfrage der privaten Haushalte ein, da die Unsicherheit angesichts der pandemiebedingten Einschränkungen zu verstärktem Vorsorgesparsen führte (siehe Abbildung 3). Verschärft wurde dies noch durch die Wohnungsbaukrise, die 2021 einsetzte und die Konsumnachfrage weiter dämpfte, da der Großteil des Vermögens der privaten Haushalte in China an den Immobiliensektor gebunden ist.

Abbildung 3

Entwicklung des Verbrauchervertrauens und des Immobiliensektors

(standardisierter Index; Index: 2019 = 100)



Quellen: National Bureau of Statistics of China und EZB-Berechnungen.

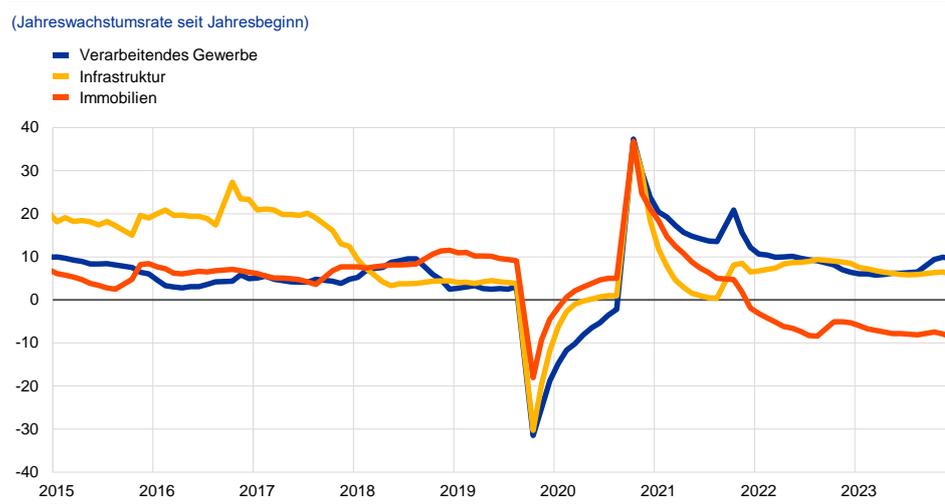
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024 (Verbrauchervertrauen) bzw. Mai 2024 (Immobilienklima-Index). Der Immobilienklima-Index fasst mehrere Indikatoren in Bezug auf Immobilieninvestitionen, Kapital, Region und Verkäufe zusammen.

Aktuelle Immobilienkrise macht inlandsorientierte Investitionen künftig weniger wahrscheinlich

Die Wohnungsbaukrise zog einen der drei Hauptpfeiler des Investitionswachstums erheblich in Mitleidenschaft. Die gesamten

Anlageinvestitionen Chinas entfielen im Wesentlichen auf drei etwa gleich große Kategorien: Infrastruktur, Immobilien und verarbeitendes Gewerbe. Während der rasch wachsende Wohnimmobiliensektor mit einer steigenden Verschuldung der Immobilienentwickler einherging, überstieg der Wohnraumbestand in immer mehr Regionen die Nachfrage. Im Jahr 2020 leiteten die chinesischen Behörden Maßnahmen ein, um den Sektor wieder ins Gleichgewicht zu bringen und die Risiken zu minimieren. Mit den neuen Verschuldungsbeschränkungen sollen die Maßnahmen zur Risikominimierung langfristig dazu beitragen, die Gesamtgröße des Sektors im Hinblick auf dessen Anteil am BIP zu verringern. Die Sektorverkleinerung inmitten einer Liquiditätskrise unter den Immobilienentwicklern führte dazu, dass das Wachstum der Immobilieninvestitionen Ende 2021 ins Negative umschlug (siehe Abbildung 4). Ohne den Eckpfeiler der Immobilieninvestitionen wird das investitionsgestützte Wachstumsmodell nun vermehrt von den Bereichen Infrastruktur und verarbeitendes Gewerbe getragen, um das Wirtschaftswachstum zu stärken.

Abbildung 4
Anlageinvestitionen nach Sektor



Quelle: National Bureau of Statistics of China.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

Investitionen in die Infrastruktur und im verarbeitenden Gewerbe sind mit größerer Wahrscheinlichkeit exportorientiert als Investitionen in den Wohnungsbau. Chinas Bestrebungen nach wirtschaftlicher Unabhängigkeit und der Weiterentwicklung des eigenen Hochtechnologiesektors implizieren eine Neuausrichtung der Infrastrukturausgaben. Dabei wird sich der Schwerpunkt vom Straßen- und Brückenbau auf die Errichtung neuer Infrastrukturen zur Entwicklung von Sektoren verlagern, die eine fortschrittliche Fertigung unterstützen. Hierzu zählen beispielsweise Telekommunikationsnetzwerke, Hochgeschwindigkeitsschiennetze oder Forschungs- und Entwicklungseinrichtungen. Auf diese Sektoren waren auch die jüngsten Ankündigungen der chinesischen Regierung gerichtet, „neue Produktivkräfte“ zur Förderung des Wachstums aufzubauen. Speziell zielt die Regierung darauf ab, neue Technologiesektoren wie den Elektrofahrzeugbau, die Mikrochip-Fertigung und die

Entwicklung neuer Werkstoffe zu unterstützen. Angesichts der anhaltenden Schwäche des Wohnungsmarkts und der daraus resultierenden gedämpften Aussichten für die Binnennachfrage werden diese zusätzlichen Kapazitäten in den nächsten Jahren vor allem im Exportsektor entstehen. Damit gehen möglicherweise bedeutende Folgen für Chinas Handelspartner einher.

Kasten 1

Langfristige Wachstumsaussichten Chinas

Sergiu Dinu und Seng Guan Toh

In den letzten zehn Jahren, und insbesondere nach der globalen Finanzkrise, hat sich das Wachstumstempo in China verlangsamt. Da sich das Einkommensniveau in China mittlerweile dem Niveau in fortgeschritteneren Volkswirtschaften annähert, ist mit einer weiteren Wachstumsabschwächung zu rechnen. Dies zeigten auch die Prozesse der Angleichung in anderen schnell wachsenden Volkswirtschaften Ostasiens. Die demografische Entwicklung deutet ebenfalls auf ein geringeres Potenzialwachstum hin, da die chinesische Bevölkerung sinkt und das Land mit zunehmenden außenwirtschaftlichen Beschränkungen konfrontiert ist (z. B. Zöllen und Exportkontrollen der Industrieländer). Diese Beschränkungen könnten die chinesischen Bestrebungen behindern, zu den führenden Technonationen aufzuschließen.

In diesem Kasten werden die Ergebnisse einer modellbasierten Analyse der längerfristigen Wachstumsaussichten Chinas zusammengefasst. Dabei werden mehrere strukturelle Triebkräfte quantifiziert, die dem chinesischen Wachstumsmodell zugrunde liegen.⁴ Das hier verwendete Modell basiert auf einer Erweiterung des neoklassischen Wachstumsmodells und beinhaltet einen Aufholprozess der totalen Faktorproduktivität (TFP). Dieser Prozess stellt dar, inwieweit China zur globalen Technologiegrenze (vertreten durch die Vereinigten Staaten) vordringt.⁵ Das Modell wird mit Daten des Penn World Table für die Jahre 1995 bis 2019 bestückt und ist so kalibriert, dass es den historischen Daten zu Arbeitsmarktentwicklung, Kapital und totaler Faktorproduktivität entspricht. Die Ergebnisse der Analyse lassen darauf schließen, dass sowohl die Demografie als auch die Produktivität wichtige strukturelle Determinanten sind, um die wachstumsbezogenen Herausforderungen Chinas zu verstehen und anzugehen.

In einem Basisszenario wird das potenzielle langfristige Wirtschaftswachstum anhand folgender Annahmen bewertet: stabile Erwerbsbeteiligung, demografische Entwicklung entsprechend der mittleren Fertilitäts-Prognose der Vereinten Nationen und Fortsetzung der historischen TFP-Trends.⁶ Die Basisprojektionen deuten darauf hin, dass die Bevölkerungsalterung und der Abwärtstrend des Produktivitätswachstums zu einem Rückgang des jährlichen BIP-Wachstums von 5,3 % im Jahr 2025 auf 3,7 % im Jahr 2035 führen würden.⁷ Anders ausgedrückt würden diese beiden strukturellen Faktoren die Jahreswachstumsrate im Zehnjahreszeitraum bis 2035 um

⁴ Siehe S. Dinu und S. G. Toh, China's structural growth prospects – scenario analysis with demographics and productivity, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

⁵ Siehe J. Fernández-Villaverde, L. E. Ohanian und W. Yao, [The Neoclassical Growth of China](#), Working Paper Series des NBER, Nr. 31351, 2023. Mit diesem Modell lassen sich Szenarios konstruieren, die den Einfluss struktureller und langanhaltender Effekte auf das BIP-Wachstum Chinas quantifizieren.

⁶ Der aktuelle Bericht zu den [World Population Prospects](#), der demografische Trends und Projektionen enthält, wurde 2022 von den Vereinten Nationen veröffentlicht.

⁷ Die projizierte Wachstumsrate misst das zugrunde liegende strukturelle langfristige Potenzialwachstum und berücksichtigt daher weder die Einmaleffekte der Corona-Pandemie noch die jüngsten konjunkturellen Bestimmungsfaktoren wie den Abschwung am Immobilienmarkt oder politische Impulse.

1,6 Prozentpunkte sinken lassen. Die Basisprojektionen unterliegen naturgemäß einer hohen Unsicherheit. Um die Folgen von Variationen im Basisszenario zu beurteilen, werden diese Projektionen mit zwei alternativen Szenarios verglichen, in denen die Auswirkungen ungünstigerer struktureller Entwicklungen auf die Wachstumsrate des BIP quantifiziert werden. Dies sind:
a) ungünstigere demografische Entwicklungen infolge eines größeren Rückgangs der Geburtenrate und
b) eine stärkere Abschwächung des TFP-Wachstums auf Basis einer Studie der Asiatischen Entwicklungsbank und zusätzliche Direktinvestitionsabflüsse, die den Annahmen zufolge auf eine Fragmentierung der globalen Wertschöpfungsketten zurückzuführen sind.⁸

Der rasche demografische Übergang Chinas hin zu einer schrumpfenden Bevölkerung droht das Arbeitskräfteangebot zu beeinträchtigen. Die Auswirkungen der inzwischen abgeschafften Ein-Kind-Politik verschärfen die aktuellen Probleme des Geburtenrückgangs und des Geschlechterungleichgewichts, weshalb die Bevölkerung im Jahr 2022 erstmals seit 1960 schrumpfte. Mittelfristig dürfte die weniger optimistische demografische Entwicklung in Form eines geringeren Bevölkerungswachstums dazu führen, dass die jährliche aggregierte BIP-Wachstumsrate in zehn Jahren verglichen mit dem Basisszenario um mehr als 0,2 Prozentpunkte niedriger ausfällt (siehe Tabelle A).

Chinas Fähigkeit, die heimische Technologiebasis zu vertiefen, unterliegt Risiken, die sich aus einer weiteren Fragmentierung der globalen Wertschöpfungsketten ergeben könnten. Außerdem wird die zunehmende Unsicherheit in Bezug auf regulatorische und geopolitische Risiken von steigenden Direktinvestitionsabflüssen begleitet. Eine zunehmende Fragmentierung der globalen Wertschöpfungsketten könnte zu weiteren Direktinvestitionsabflüssen führen und die Abschwächung des TFP-Wachstums beschleunigen. Dadurch könnte wiederum die BIP-Wachstumsrate in zehn Jahren um 0,6 Prozentpunkte niedriger ausfallen als in den Basisprojektionen angenommen.

Tabelle A

Langfristiges strukturelles Wachstum in China

(in %)

Jahr	Basisszenario	Demografie – niedrigere Geburtenrate	TFP-Abschwächung – Direktinvestitionsabflüsse 2021-2026
2030	4,4 %	4,2 % (-0,2 Prozentpunkte)	3,7 % (-0,7 Prozentpunkte)
2035	3,7 %	3,5 % (-0,2 Prozentpunkte)	3,1 % (-0,6 Prozentpunkte)
2040	3,2 %	2,9 % (-0,3 Prozentpunkte)	2,6 % (-0,6 Prozentpunkte)
2050	2,2 %	1,9 % (-0,3 Prozentpunkte)	1,8 % (-0,4 Prozentpunkte)

Quellen: Penn World Table 10.01, Vereinte Nationen, OECD, Peschel und Liu, a. a. O., State Administration of Foreign Exchange of China und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zahlen in Klammern geben die Abweichungen der Szenarioprojektionen von den Basisprojektionen in Prozentpunkten wieder.

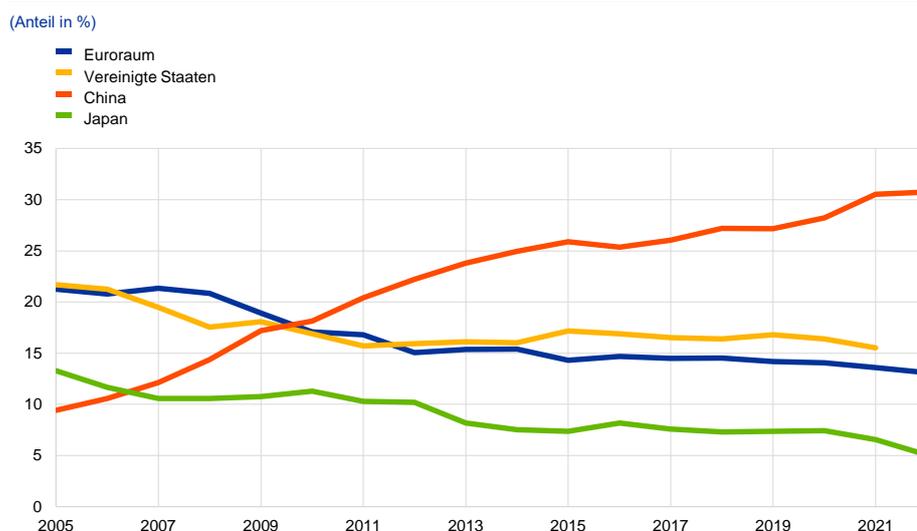
⁸ Siehe D. Peschel und W. Liu, [The Long-Term Growth Prospects of the People's Republic of China](#), Working Paper Series der Asian Development Bank, Nr. 54, 2022. Die dort ausgewiesenen TFP-Projektionen für China beinhalten zusätzliche Informationen zu Herausforderungen beim technologischen Fortschritt.

3 Entwicklung der Produktionskapazitäten im verarbeitenden Gewerbe

Der Aufbau von Produktionskapazitäten im verarbeitenden Gewerbe Chinas ist historisch beispiellos. So erhöhte sich der chinesische Anteil an der weltweiten Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Zeitraum von 1995 bis 2023 von 5 % auf 35 % (siehe Abbildung 5), und der Output ist nun größer als jener der neun nächstgrößten Herstellerländer zusammengenommen. Dieser beispiellose Anstieg der Produktionskapazitäten diente nicht nur dem großen und weiter wachsenden Binnenmarkt, sondern er fiel auch mit einem rapide steigenden Anteil an der weltweiten Ausfuhr von Waren des verarbeitenden Gewerbes zusammen; dieser erhöhte sich von 3 % im Jahr 1995 auf 20 % im Jahr 2020. Wenn China nun plant, weiter in Produktionskapazitäten zu investieren, stellt sich die Frage, ob die zusätzlichen Kapazitäten im Inland oder im Ausland absorbiert werden.

Abbildung 5

Anteil an der globalen Wertschöpfung des verarbeitenden Gewerbes nach Ländern bzw. Regionen



Quelle: Weltbank.

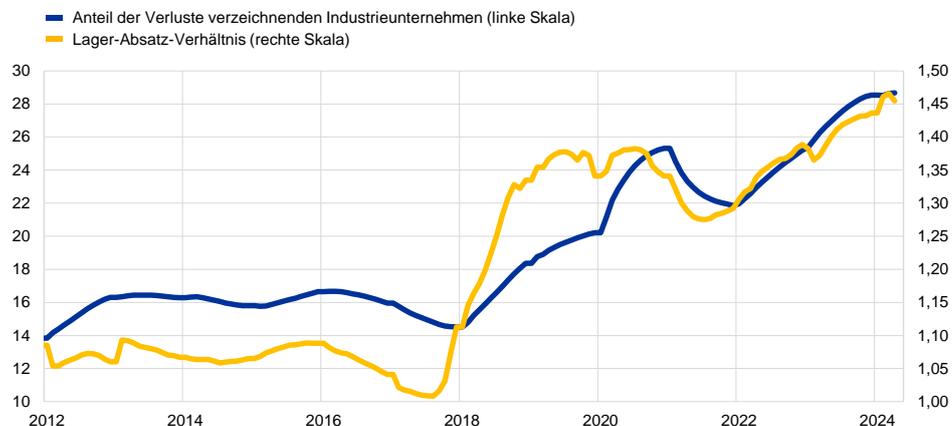
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2021 (Vereinigte Staaten) bzw. 2022 (übrige Länder bzw. Regionen).

Es gibt Anzeichen dafür, dass die jüngste Produktionsausweitung im verarbeitenden Gewerbe zu Verzerrungen am chinesischen Markt führt. So war das Angebot der chinesischen Industrieunternehmen höher als die Nachfrage, wodurch die Lagerbestände stiegen und die Preise sanken. Dies hatte letztlich eine geringere Rentabilität der Unternehmen zur Folge. Der Anteil der verzeichnenden Unternehmen hat sich seit 2018 auf 28 % verdoppelt, und gleichzeitig stieg das Verhältnis von Lagerbeständen zum Absatz (Lager-Absatz-Verhältnis) deutlich an (siehe Abbildung 6).

Abbildung 6

Verluste verzeichnende Unternehmen und Lagerbestände

(Anteil in % bzw. Verhältnis, gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quellen: National Bureau of Statistics of China und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Lager-Absatz-Verhältnis bezeichnet das Verhältnis zwischen dem Lagerbestand am Monatsende und dem monatlichen Betriebsergebnis chinesischer Industrieunternehmen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

Chinas Handelspartner äußern zunehmend Bedenken hinsichtlich der Wettbewerbsbedingungen, da Produktionsüberschüsse häufig mit umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen verbunden sind.

Die chinesische Industriepolitik macht im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften einen wesentlich größeren Anteil des BIP aus (siehe Abbildung 7). Während auf direkte Subventionen nur ein geringer Teil der Maßnahmen entfällt, sind indirekte Subventionen wie der bevorrechtigte Zugang zu Krediten, niedrigere Finanzierungskosten und die Zuteilung von Grund und Boden weitaus gängiger.⁹ Diese Maßnahmen sind überwiegend öffentlichen Unternehmen und staatsnahen Privatunternehmen vorbehalten, während private und ausländische Unternehmen keinen Zugang dazu haben.¹⁰

⁹ Die chinesische Regierung fördert Unternehmen in strategischen Industriezweigen im Wesentlichen über zwei Initiativen: die Initiative „Made in China 2025“ zur Förderung der High-Tech-Industrie und die Initiative „10 000 Little Giants“, mit der kleine und mittlere Unternehmen unterstützt werden.

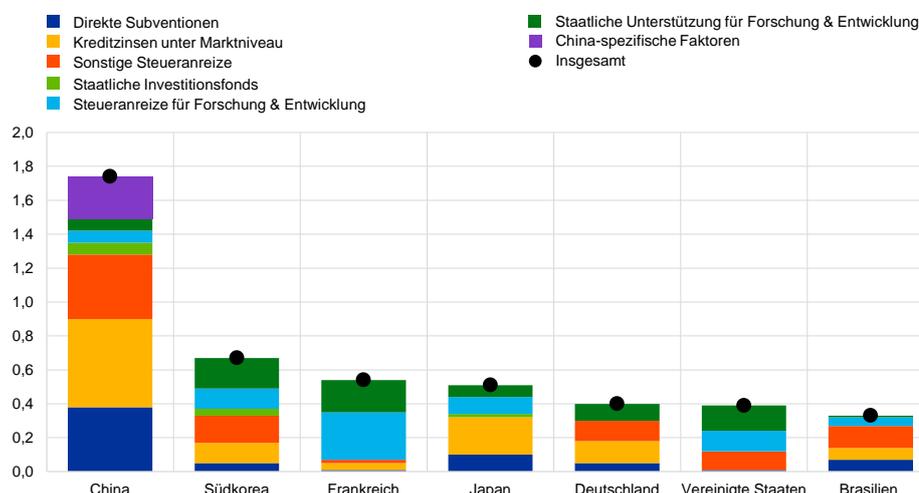
¹⁰ Siehe hierzu auch A. García-Herrero und R. Schindowski, [Unpacking China's industrial policy and its implications for Europe](#), Working Paper, Nr. 11, Bruegel, 2024.

Abbildung 7

Vergleich der Industriepolitik verschiedener Länder

Anteil der staatlichen Subventionen am BIP

(Anteil in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Center for Strategic and International Studies.

Anmerkung: Die Schätzungen beziehen sich auf das Jahr 2019. Siehe hierzu auch G. DiPippo et al., [Red Ink: Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective](#), Center for Strategic and International Studies, Mai 2022.

Lokalisierung von Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe Chinas

Anzeichen zunehmender Überkapazitäten können in unterschiedlicher Form in den einzelnen Sektoren auftreten.

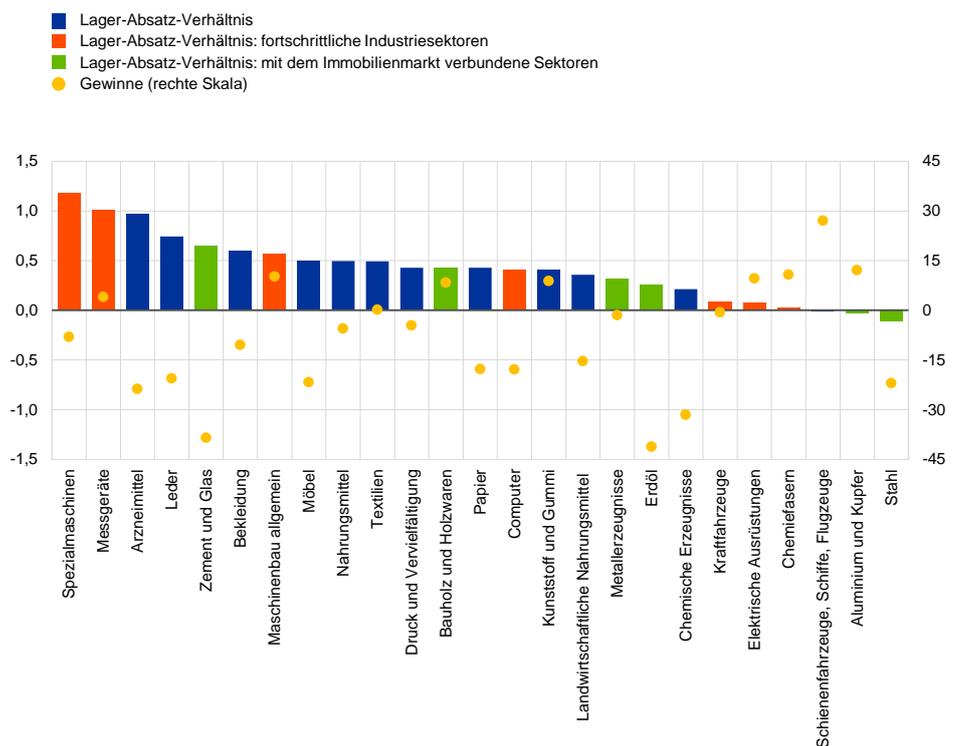
Überkapazitäten entstehen, wenn ein Produktionsniveau vorliegt, das nicht von der Nachfrage zu aktuellen Preisen absorbiert werden kann. Demzufolge würde ein Produktionsanstieg zu höheren Lagerbeständen, niedrigeren Preisen oder einer Kombination aus beidem führen. Im Folgenden wird dreierlei Evidenz für bestehende Überkapazitäten in China herangezogen. Diese ergibt sich aus einem Überblick über die chinesischen Lagerbestände und Erträge nach Sektoren, den jüngsten Ergebnissen von Branchenumfragen unter europäischen Unternehmen in China und einer mit einem strukturellen BVAR-Modell erstellten Analyse der chinesischen Exporte. Zum einen ist festzustellen, dass sich in einer Vielzahl von Sektoren, die zusammen einen Großteil des verarbeitenden Gewerbes in China ausmachen, das Lager-Absatz-Verhältnis erhöht hat. Dies zeigt, dass die chinesische Inlandsproduktion aktuell rascher wächst als der Absatz (siehe Abbildung 8). Hiervon betroffen sind insbesondere Sektoren, die mit der Immobilienbranche zusammenhängen, weil dort die Binnennachfrage abrupt und sehr stark zurückging (vor allem die Zement-, Stahl- und Metallindustrie). Zum anderen geht aus den jüngsten Umfrageergebnissen hervor, dass Überkapazitäten und davon ausgehende disinflationäre Effekte vorhanden sind. In einer aktuellen Umfrage der Europäischen Handelskammer in China gab mehr als ein Drittel der in China ansässigen europäischen Unternehmen an, im vergangenen Jahr Überkapazitäten in der eigenen Branche festgestellt zu

haben, und nannte Überinvestitionen als Hauptgrund hierfür.¹¹ Zudem waren die Preise in den betreffenden Sektoren tendenziell rückläufig. Wenn die Binnennachfrage die zusätzliche Produktion nicht absorbieren kann, versuchen die Hersteller, diese Überschusskapazitäten auf die Exportmärkte zu lenken. Dies geschieht häufig durch Preissenkungen.

Abbildung 8
Überkapazitäten in China nach Sektoren

Veränderung des Lager-Absatz-Verhältnisses und des Gewinnwachstums

(Veränderung und Veränderung in Prozentpunkten von 2023 bis zum Zeitraum 2015-2019)



Quellen: National Bureau of Statistics of China und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die roten Balken beziehen sich auf Sektoren, die als „fortschrittliche Industriesektoren“ eingestuft werden, und die grünen Balken auf Sektoren, die eng mit dem Immobiliensektor verbunden sind. Die übrigen Sektoren sind blau dargestellt.

Die Produktionsausweitung in China wird vorwiegend von der Angebotsseite bestimmt. Als dritte Evidenz für das Vorliegen von Überkapazitäten wird eine Analyse anhand eines strukturellen BVAR-Modells durchgeführt, um die Angebots- und Nachfragefaktoren des chinesischen Exportwachstums voneinander zu trennen.¹² Dabei stellt sich heraus, dass die Exporte in Branchen, die mit dem Immobilienmarkt verbunden sind (z. B. die Stahl- und die sonstige Metallindustrie), im vergangenen Jahr fast ausschließlich von Angebotsfaktoren bestimmt wurden, während die Auslandsnachfrage weitgehend neutral oder negativ blieb (siehe

¹¹ Europäische Handelskammer in China, [Business Confidence Survey 2024](#), Mai 2024.
¹² Im Rahmen der BVAR-Analyse wird eine Zerlegung der Angebots- und Nachfrageschocks auf das chinesische Exportwachstum vorgenommen. Die strukturellen Schocks werden mithilfe von Vorzeichenrestriktionen identifiziert und anhand von monatlichen Stichproben für den Zeitraum von Januar 2012 bis März 2024 geschätzt. Bei der Ermittlung von gesamtwirtschaftlichen Schocks auf die Auslandsnachfrage wird angenommen, dass sich die realen Exporte und die Exportpreise in dieselbe Richtung bewegen, während bei gesamtwirtschaftlichen Schocks auf das Inlandsangebot unterstellt wird, dass sie sich in entgegengesetzte Richtungen entwickeln.

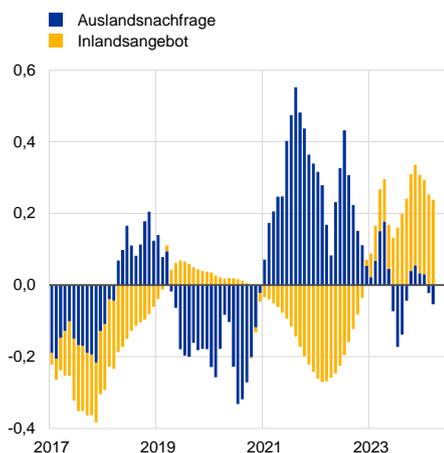
Abbildung 9, Grafik a). Die gleiche Dynamik lässt sich auch bei den Kraftfahrzeugexporten beobachten (siehe Abbildung 9, Grafik b). Vergleicht man den Anteil der Angebotsfaktoren am Export nach Sektoren, so ist allgemein festzustellen, dass diese im vergangenen Jahr verglichen mit dem Zeitraum von 2017 bis 2019 in vielen Sektoren zu einer immer wichtigeren Triebkraft der Exporte geworden sind (siehe Abbildung 9, Grafik c). Die Ergebnisse zeigen, dass der Anteil der Auslandsnachfrage an den Exporten vor allem in Sektoren, die mit dem Immobilienmarkt verbunden sind, und in den fortschrittlichen Industriesektoren offenbar rückläufig ist.

Abbildung 9

Historische Schockzerlegung der chinesischen Exporte anhand eines BVAR-Modells

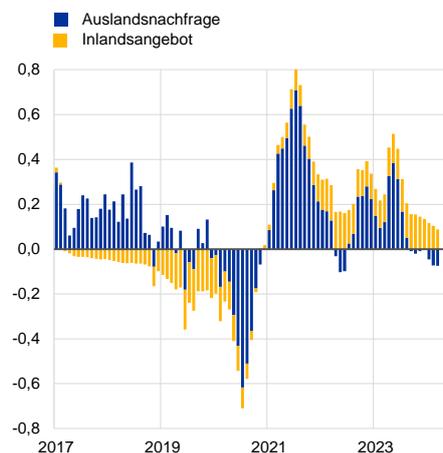
a) Auslandsnachfrage und inländische Angebotsfaktoren beim Export von Stahl und sonstigen Metallen

(Abweichung vom Mittelwert in % und Beiträge in Prozentpunkten, Veränderung gegen Vorjahr)



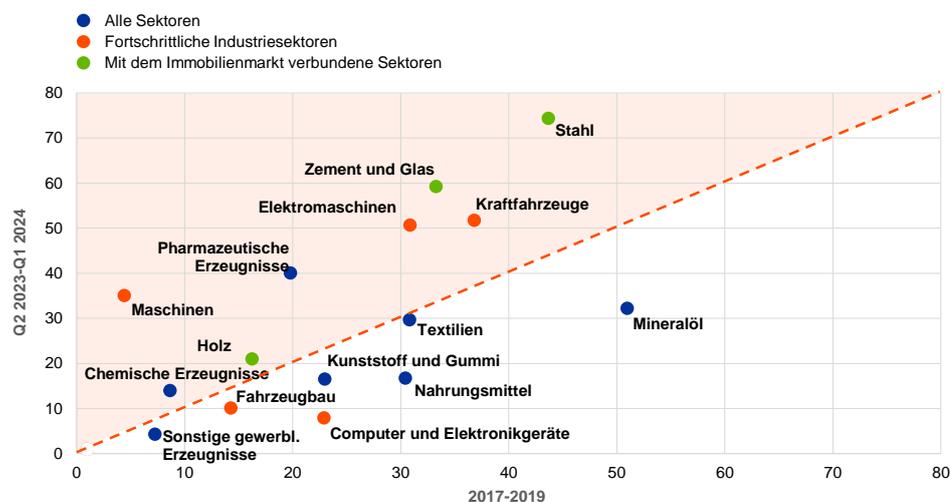
b) Auslandsnachfrage und inländische Angebotsfaktoren beim Export von Kraftfahrzeugen

(Abweichung vom Mittelwert in % und Beiträge in Prozentpunkten, Veränderung gegen Vorjahr)



c) Veränderung des Beitrags zum Inlandsangebot nach Sektoren

(Anteil der inländischen Angebotsschocks an den gesamten Abweichungen vom Mittelwert in %)



Quellen: National Bureau of Statistics of China und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a und b ist der Median der A-posteriori-Verteilung der historischen Zerlegung der Exporte Chinas als Abweichung von ihrer Ausgangslage dargestellt. Alle Variablen werden in logarithmierten Niveaus gemessen, während die in der Abbildung präsentierte Zerlegung in Jahreswachstumsraten ausgewiesen wird. In Grafik c zeigt die x-Achse den Anteil der Schocks auf das Inlandsangebot an der Gesamtabweichung vom Mittelwert von 2017 bis 2019. Dies geschieht auf Basis einer historischen Schockzerlegung anhand eines BVAR-Modells. Die y-Achse zeigt den durchschnittlichen Anteil vom zweiten Quartal 2023 bis zum ersten Quartal 2024. Bei den Sektoren oberhalb der diagonalen Linie könnte davon auszugehen sein, dass inländische Angebotsfaktoren für den Exportanstieg verantwortlich sind und dass die Wahrscheinlichkeit von Überkapazitäten dort erhöht ist. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024.

4 Weltwirtschaftliche Folgen der Investitionspolitik Chinas

Chinas Bemühungen, weiter in die Produktionskapazitäten stark subventionierter Branchen zu investieren, wirken sich auf seine Handelspartner in der ganzen Welt aus. Können zusätzliche

Produktionsleistungen nicht gänzlich im Inland absorbiert werden und bleibt die Auslandsnachfrage weitgehend konstant, dann muss China seinen globalen Exportanteil im verarbeitenden Gewerbe weiter ausbauen, um die Exporte erhöhen zu können. Angesichts der zuletzt gegen China erhobenen Zölle dürfte eine weitere Ausdehnung des chinesischen Exportmarktanteils auf den Weltmärkten nicht unumstritten sein. Wenn die Preise gesenkt oder vermehrt hoch subventionierte Produkte ausgeführt werden, könnte ein Anstieg der Exporte zudem einen Disinflationsdruck in anderen Volkswirtschaften auslösen. Dieser Effekt könnte sich noch verstärken, wenn die inländischen Unternehmen der Handelspartner ihrerseits die Preise senken, um gegenüber chinesischen Ausfuhren wettbewerbsfähig zu bleiben. Schließlich könnten die vergleichsweise höheren staatlichen Subventionen in China angesichts des Kapazitätsausbaus in den fortschrittlichen Industriesektoren, vor allem im Bereich grüner Technologien, auch die Wettbewerbsfähigkeit der Handelspartner in diesem relativ neuen und wachsenden Sektor beeinträchtigen.

Auswirkungen auf die Preise im Euroraum nach Sektoren

Eine statische Analyse, die einen weiteren Rückgang der chinesischen Ausfuhrpreise in Sektoren mit Überkapazitäten modelliert, legt einen Abwärtseffekt auf die Verbraucherpreise im Euroraum nahe, der durch eine anschließende Senkung der dortigen Erzeugerpreise noch verschärft werden könnte. Um die potenziellen Auswirkungen quantifizieren zu können, wird anhand

der Elastizitäten internationaler Produktionsnetzwerke, die in Input-Output-Tabellen erfasst werden, eine sektorale Bottom-up-Analyse durchgeführt.¹³ Unterstellt wird erstens ein Rückgang der chinesischen Ausfuhrpreise von 30 % in den Sektoren, die gemäß der Analyse mittels BVAR-Modell Überkapazitäten aufweisen.¹⁴ Der Preisrückgang wird unter Berücksichtigung vergangener Preisentwicklungen in der Photovoltaikbranche kalibriert, da diese Branche als Fallstudie für potenzielle Entwicklungen in anderen Bereichen grüner Technologien dienen kann.¹⁵ Die Simulationsergebnisse zeigen, dass sich nach einem Rückgang der chinesischen

¹³ Das Rahmenwerk für das Produktionsnetzwerk basiert auf der Annahme eines positiven Technologieschocks in chinesischen Sektoren mit Überkapazitäten. Dieser schlägt auf die Ausfuhrpreise durch und ist der Grund dafür, dass in den Lieferketten gegenseitige Abhängigkeiten von Vorleistungen entstehen. Das Rahmenwerk unterstellt zudem nominale Rigiditäten, nämlich dass eine gewisse Divergenz zwischen Endpreis und Grenzkosten besteht, wodurch die Gesamtwirkung auf die Preise im Euroraum abgeschwächt wird.

¹⁴ Dabei handelt es sich um die Bereiche pharmazeutische Erzeugnisse, elektrische Ausrüstungen, chemische Erzeugnisse, Metallerzeugung und -bearbeitung, Kraftfahrzeuge, nichtmetallische Mineralien sowie Bauholz und Holzwaren.

¹⁵ Da die Preise für chinesische Solarpaneele zwischen 2007 und 2011 jährlich im Durchschnitt um etwa 30 % sanken (von 5,5 USD/kW auf 1 USD/kW), unterstellt die Simulation eine ähnliche Größenordnung, um den größtmöglichen Effekt auf die Verbraucherpreise im Euroraum abschätzen zu können. Weitere Erkenntnisse zur Photovoltaikbranche finden sich in: D. Wen, W. Gao, F. Qian, Q. Gu und J. Ren, [Development of solar photovoltaic industry and market in China, Germany, Japan and the United States of America using incentive policies](#), Energy Exploration & Exploitation, Bd. 39, Ausgabe 5, S. 1381-1836, 2021.

Ausfuhrpreise der Anstieg der Verbraucherpreise im Euroraum um 0,3 Prozentpunkte verringern würde. Dieses Ergebnis setzt sich aus einem kleineren direkten Effekt infolge des Konsums chinesischer Endprodukte und einem größeren indirekten Effekt zusammen, der auf Verflechtungen im Bereich der Vorleistungen beruht und die starken gegenseitigen Abhängigkeiten der Produktionsnetzwerke im Euroraum und in China widerspiegelt. Zweitens wird untersucht, wie sich dieser Effekt verstärkt, wenn die Produzenten im Euroraum ihre Preise als Reaktion auf kostengünstigere chinesische Produkte senken. Es wird eine Senkung der Herstellerpreise im Eurogebiet von 7 % angenommen. Diese wird unter Berücksichtigung der Differenz zwischen den staatlichen Subventionen in China und in Deutschland kalibriert, da Subventionen zugunsten deutscher Hersteller etwa ein Viertel derjenigen zugunsten chinesischer Produzenten ausmachen.¹⁶ Die von den Produzenten im Euroraum in den betroffenen Sektoren vorgenommenen Preissenkungen führen zu einer weiteren Dämpfung des Verbraucherpreisanstiegs von 0,6 Prozentpunkten (siehe Abbildung 10). Zölle könnten diesen Effekt zwar abschwächen, doch könnten diese je nach Produkt und Hersteller unterschiedlich hoch ausfallen und Vergeltungsmaßnahmen nach sich ziehen.

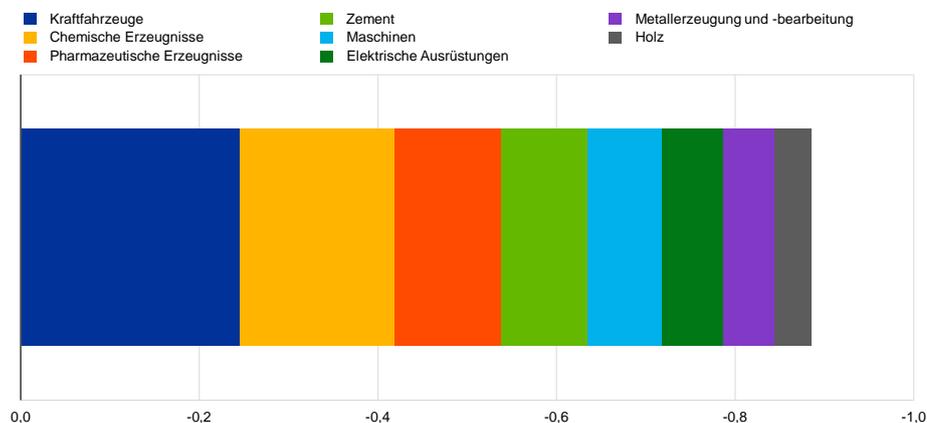
¹⁶ Siehe auch M. di Sano, G. Pongetti, T. Schuler und S. G. Toh, [Übertragungseffekte der zuletzt negativen Inflation in China auf den Euroraum](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2023; siehe auch A. Dieppe, I. Frankovic und M. Liu, [Könnte China Disinflation exportieren?](#), Kasten 2, EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2024.

Abbildung 10

Auswirkungen der rückläufigen chinesischen Handelspreise auf die Preise im Euroraum nach Sektoren

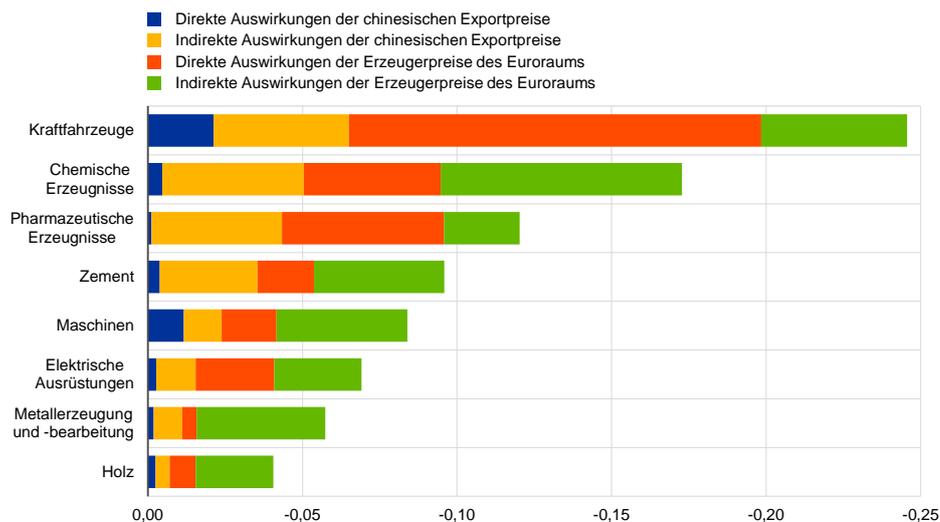
a) Kumulierter Effekt und Beitrag der einzelnen Sektoren

(Veränderung in Prozentpunkten)



b) Auswirkung auf einzelne Sektoren und Beitrag direkter und indirekter Übertragungseffekte

(Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: Input-Output-Tabellen der TIVA-Datenbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Hier dargestellt ist eine Analyse anhand der Elastizitäten internationaler Produktionsnetzwerke, die in Input-Output-Tabellen erfasst werden. Die Abbildung veranschaulicht den kumulierten Effekt der Preisrückgänge in den chinesischen Sektoren, die gemäß vorheriger Analyse mittels BVAR-Modell (siehe oben) Überkapazitäten aufweisen, auf die Verbraucherpreise im Euroraum (Grafik a). Ebenfalls dargestellt ist der Beitrag einzelner Sektoren (Grafik b). Der positive Technologieschock ist so standardisiert, dass für jeden Sektor ein Rückgang der chinesischen Ausführpreise von 30 % und ein reziproker Rückgang der Erzeugerpreise im Euroraum von 7 % gegeben ist. Die blauen und roten Balkenabschnitte zeigen die direkte Auswirkung von Änderungen der chinesischen Ausführpreise auf den privaten Konsum im Euroraum. Die gelben und grünen Balkenabschnitte verdeutlichen die indirekte Auswirkung und berücksichtigen auch die Verflechtungen im Bereich der Vorleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2020.

Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit Chinas

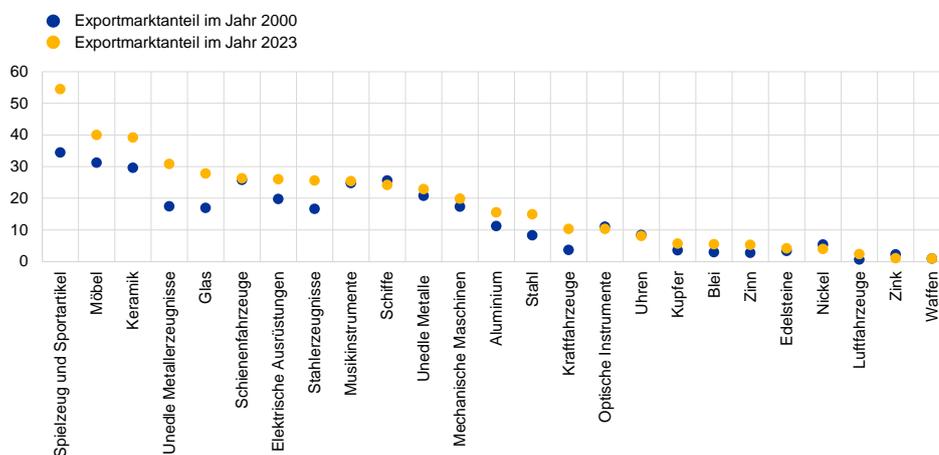
Chinas Anteil an den weltweiten Exporten hat sich insbesondere in den fortschrittlichen Industriesektoren und bei den grünen Technologien stetig erhöht. Diese Zugewinne sind auf breiter Front zu beobachten, auch in Branchen,

für die sich Hinweise auf Überkapazitäten finden lassen (siehe Abbildung 11).¹⁷ Die rasche Ausweitung zeigt sich vor allem in den noch jungen Sektoren für umweltfreundliche Technologien. Hier dient Chinas wachsender Anteil bei Solarpanelen als warnendes Beispiel für andere aufstrebende grüne Branchen (siehe Abbildung 12). Um zu beurteilen, in welchem potenziellen Szenario sich die Elektrofahrzeugindustrie ähnlich entwickeln würde wie die Photovoltaikbranche, werden in Kasten 2 die möglichen Auswirkungen einer Halbierung der Preise für Elektroautos auf die Preise und Marktanteile im Euroraum und in anderen Ländern quantifiziert.

Abbildung 11
Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit Chinas

Veränderungen des chinesischen Exportanteils

(in % der Exporte insgesamt)



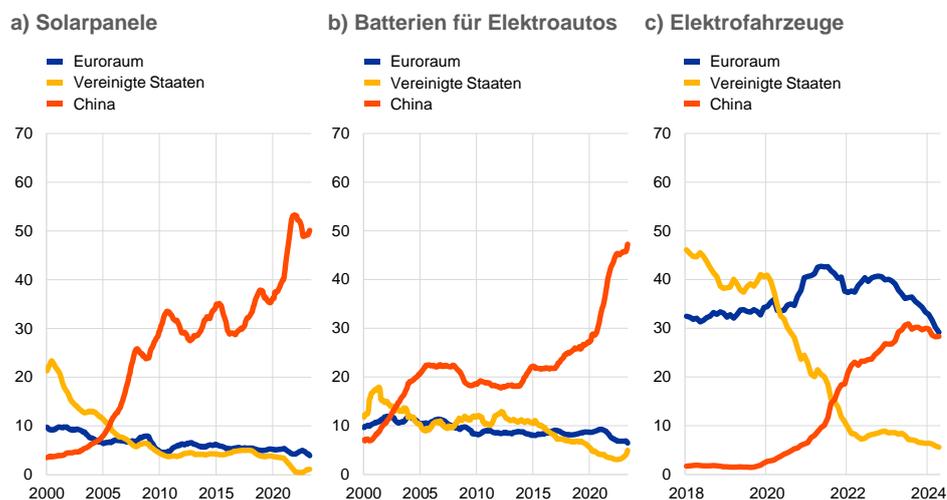
Quellen: Trade Data Monitor, UNCTAD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Veränderungen des chinesischen Exportanteils an den Ausfuhren insgesamt, aufgeschlüsselt nach Sektoren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2023 bzw. 2022.

¹⁷ Siehe die Analyse von S. Jean et al., [Dominance on World Markets: the China Conundrum](#), Policy Brief, Nr. 44, CEPII Research Center, 2023. Daraus wird ersichtlich, dass Chinas Exportmarktanteil bei einer größeren Gliederungstiefe des harmonisierten Warenverzeichnisses bei mehr als 600 Produkten über 50 % beträgt. Im Vergleich dazu verzeichneten die Vereinigten Staaten 100 führende Produkte und die EU 300.

Abbildung 12

Veränderungen des Marktanteils Chinas, des Euroraums und der Vereinigten Staaten im Bereich der klimafreundlichen Technologien

(in % der Exporte insgesamt)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht den Anteil Chinas an den weltweiten Exporten verschiedener klimafreundlicher Produkte. Die Angaben beziehen sich auf die Handelsströme in US-Dollar. Die Ausfuhrer der Euro-Länder untereinander sind in den Exportzahlen des Euroraums nicht enthalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

China hat seine Wettbewerbsfähigkeit in Sektoren erhöht, die traditionell von den Industrieländern dominiert werden. So ist nicht nur Chinas Marktanteil gestiegen, sondern auch sein Anteil an den globalen Wertschöpfungsketten.¹⁸ Diese Zunahme der Wertschöpfung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit Chinas und unterwirft mehr Sektoren in den Industrieländern dem Wettbewerb, denn China erzielt nach und nach komparative Vorteile in Sektoren, auf die bisher die Industrieländer spezialisiert waren. So wurde China in den letzten 20 Jahren in jenen Sektoren immer wettbewerbsfähiger, die zuvor von Industrieländern beherrscht wurden (siehe Abbildung 13). Italien scheint diesbezüglich am stärksten betroffen zu sein, da China nunmehr in 60 Sektoren wettbewerbsfähig ist, in denen Italien über einen komparativen Vorteil verfügt. Am deutlichsten verschärft hat sich die Wettbewerbssituation jedoch in Deutschland. War China im Jahr 2000 erst in 20 Sektoren zugleich mit Deutschland wettbewerbsfähig, waren es 2022 bereits 50 Sektoren.

Chinas Ziel, die eigene Autonomie zu stärken, beeinflusst seine Importnachfrage und Wettbewerbsfähigkeit auf Drittmärkten. Das Land ist bestrebt, durch eine Verringerung der Importe und die vertikale Integration seiner Wertschöpfungsketten die Abhängigkeit von globalen Handelspartnern zu

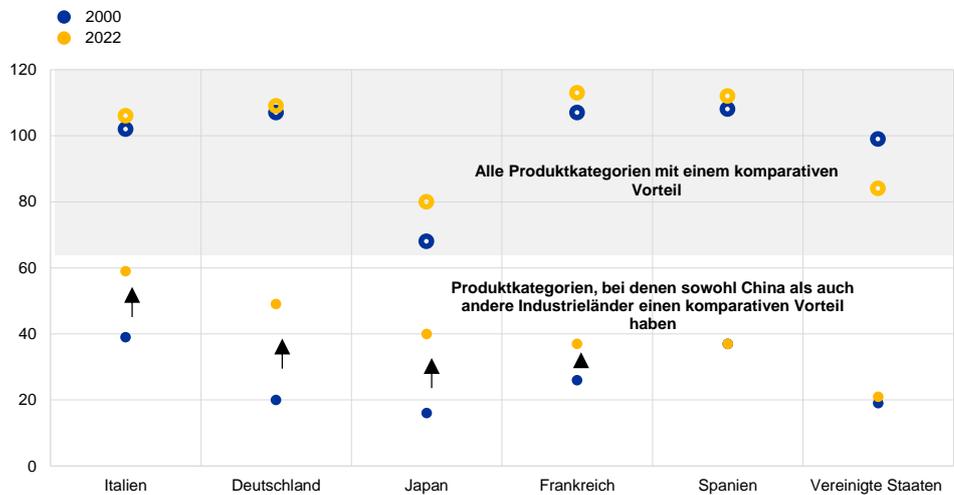
¹⁸ Die Wertschöpfung chinesischer Exporte in die EU nimmt zu. Das zeigt sich vor allem in Branchen, die auf chinesische Vorleistungen in den internationalen Lieferketten angewiesen sind, wie in der Metallerzeugung und -bearbeitung, bei chemischen Erzeugnissen und elektrischen Ausrüstungen. Siehe auch F. Vandermeeren, [Understanding EU-China economic exposure](#), Single Market Economics Briefs der Europäischen Kommission, Nr. 4, 2024.

reduzieren.¹⁹ China ersetzt Importgüter schrittweise durch im Inland produzierte Güter und senkt so seine Nachfrage nach importierten Industrieerzeugnissen. Eine Ausweitung der heimischen Industriegüterproduktion wird auch dafür sorgen, dass der Wettbewerb mit China auf den Exportmärkten von Drittländern zunimmt. Beides wird die Handelsbilanz der Exporteure von Industrieerzeugnissen belasten, so auch im Euroraum. Gleichzeitig dürften sich die Veränderungen in der Handelsbilanz auf den Renminbi-Wechselkurs auswirken, was der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit Chinas entgegenwirken dürfte.

Abbildung 13
Chinas gestiegene Wettbewerbsfähigkeit

Von der steigenden Wettbewerbsfähigkeit Chinas betroffene Länder

(Zahl der Produktkategorien mit komparativem Vorteil)



Quellen: Vereinte Nationen, Handel und Entwicklung, sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht den komparativen Vorteil, der sich auf den Indikator der offengelegten komparativen Vorteile bezieht. Er misst den Exportanteil eines Landes in einer bestimmten Produktkategorie an seinen Gesamtausfuhren im Verhältnis zu dem entsprechenden Anteil für die Welt insgesamt. Ein Land hat einen komparativen Vorteil, wenn der Wert dieses Verhältnisses größer als 1 ist. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2022.

Auswirkungen auf die Preise der Wettbewerber

Durch den Wettbewerb Chinas entsteht weiterer Disinflationsdruck über Zweitrundeneffekte, weil die Wettbewerber gezwungen sind, ihre

Produktpreise zu senken. Die chinesischen Produktionsüberschüsse in einigen Sektoren wirken sich zwar nicht zwangsläufig direkt auf die Marktanteile von Unternehmen in den Industrieländern aus, könnten aber zu einer Reallokation der Produktionsleistung von Drittmärkten nach China und in der Folge zu insgesamt niedrigeren Preisen für diese Produkte führen. Gleichzeitig könnten die wettbewerbsfähigen chinesischen Preise Produzenten in den Industrieländern dazu

¹⁹ China besitzt ganze Wertschöpfungsketten, angefangen von Rohstoffbergwerken bis hin zu Endproduktionsprozessen bei bestimmten Technologien. Hierzu zählen etwa Drohnen und Elektrofahrzeuge. Siehe auch R. Arjona et al., *An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities*, Single Market Economics Papers der Europäischen Kommission, Nr. 14, 2023.

zwingen, ihre Preise ebenfalls zu senken. Beides könnte Zweitrundeneffekte auf die Verbraucherpreise in den Industrieländern auslösen.

Kasten 2

Modellbasierte Analyse der Spillover-Effekte chinesischer Elektrofahrzeug-Subventionen

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Bernardo de Castro Martins und Baptiste Meunier

China subventioniert in zunehmendem Maße die Hersteller von Elektrofahrzeugen. Damit wiederholt China sein Vorgehen in der Photovoltaikbranche, in der es dank massiver staatlicher Beihilfen zum Weltmarktführer aufstieg. Schätzungen zufolge sind die Industriesubventionen in China drei bis neun Mal höher als in den Industrieländern. Konservative Schätzungen gehen von Subventionen in Höhe von 221 Mrd. € aus, dies sind 2 % des chinesischen BIP. Kürzlich hat China die Subventionen für Green-Technology-Unternehmen, vor allem für die Hersteller von Elektrofahrzeugen, massiv erhöht.²⁰ Mit dem gleichen Vorgehen ist China zum Weltmarktführer in der Photovoltaikbranche aufgestiegen und konnte dabei durch umfangreiche staatliche Subventionen seinen globalen Marktanteil von 5 % im Jahr 2000 auf 50 % im Jahr 2024 steigern.²¹

Die globalen Spill-Over-Effekte werden anhand eines aktuellen Mehrländer- und Mehrsektorenmodells quantifiziert, dem eine neu entwickelte, granulare Input-Output-Tabelle zugrunde liegt. Dabei wird das Modell von Baqaee und Farhi (2024) verwendet, das Verstärkungseffekte von Schocks über globale Produktionsnetzwerke sowie Substitutionseffekte über den internationalen Handel berücksichtigt.²² Anhand des Modells ist es möglich, die Ausbreitung von Schocks sowohl auf Kunden in den nachgelagerten Produktionsstufen als auch auf Lieferanten in den vorgelagerten Stufen zu simulieren und daraus die nichtlinearen Effekte von Schocks über Länder und Sektoren hinweg abzuleiten. Indem bei der Kalibrierung des Modells die Granularität der vorhandenen Input-Output-Tabellen erhöht wird, können klimafreundliche Sektoren, wie die Elektrofahrzeugbranche, isoliert betrachtet werden. So lassen sich ausschließlich auf grüne Sektoren einwirkende Schocks simulieren und die sektoralen Auswirkungen auf die betroffenen Branchen erfassen.²³ Simuliert wird ein hypothetisches und stilisiertes Szenario, in welchem der relative Preis chinesischer Elektroautos und -batterien nach staatlicher Subventionierung um 50 %

²⁰ Siehe F. Bickenbach, D. Dohse, R. J. Langhammer und W.-H. Liu, [Foul Play? On the Scale and Scope of Industrial Subsidies in China](#), Kiel Policy Brief, Nr. 173, 2024. So stiegen die direkten Subventionen an den Automobilhersteller BYD von rund 0,2 Mrd. € im Jahr 2020 auf 2,1 Mrd. € im Jahr 2022.

²¹ Siehe C. Gang, [China's Solar PV Manufacturing and Subsidies from the Perspective of State Capitalism](#), The Copenhagen Journal of Asian Studies, Bd. 33, Ausgabe 1, S. 90-106, 2015.

²² Siehe D. Baqaee und E. Farhi, [Networks, Barriers, and Trade](#), Econometrica, Bd. 92, Ausgabe 2, S. 505-541, 2024.

²³ Input-Output-Tabellen bilden die sektorale Granularität ab (z. B. 45 Sektoren in den TiVA-Tabellen der OECD). Sie sind aber nicht so detailliert, dass bestimmte klimafreundliche Produkte isoliert werden könnten. So werden im Kraftfahrzeugsektor der TiVA-Tabellen der OECD E-Autos und Verbrenner gemeinsam aufgeführt. Die Erstellung detaillierter Input-Output-Tabellen beruht auf produktbezogenen Handelsdaten. Damit lässt sich jeder weit gefasste Sektor einer ersten Input-Output-Tabelle in klimafreundliche und klimaschädliche Produkte zerlegen. Siehe dazu die Methodik von A. Borin, F. P. Conteduca, E. di Stefano, V. Gunnella, M. Mancini und L. Panon, [Trade decoupling from Russia](#), International Economics, Bd. 175, S. 25-44, 2023. Die Methode wird weiter verfeinert, um bestimmte sektorale Verflechtungen zu erfassen. Siehe dazu M.-G. Attinasi, L. Boeckelmann, A. Borin, B. de Castro Martins, M. Mancini und B. Meunier, [Climate change and trade fragmentation](#), unveröffentlichtes Manuskript, EZB, 2024.

sinkt. Dies entspricht der geschätzten Preisdifferenz zwischen chinesischen und europäischen Herstellern.²⁴

Durch massive chinesische Subventionen würden Elektroautos für die Verbraucher zwar weltweit billiger, doch die Inlandsproduktion in den übrigen Ländern der Welt würde merklich schrumpfen. Hoch subventionierte Elektroautos aus China dürften den Preis, den private Haushalte für diese Fahrzeuge zahlen, weltweit um 30 % und in der EU um 15 % sinken lassen (siehe Abbildung A, Grafik a). Dadurch steigt die weltweite Produktion von Elektroautos um 6 %, da Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor durch günstigere Elektroautos ersetzt werden. Die Inlandsproduktion in der EU würde indes um 70 % zurückgehen (siehe Abbildung A, Grafik a), da die Verbraucher auf günstigere Elektroautos aus China ausweichen. Infolgedessen erhöht China seinen globalen Marktanteil an Elektrofahrzeugen deutlich um 60 Prozentpunkte, was vor allem zulasten der Hersteller in der EU geht, deren Anteil sich um 30 Prozentpunkte verringert (siehe Abbildung A, Grafik b). Auf deutsche Hersteller entfallen davon 18 Prozentpunkte. In diesem Szenario gibt es auffallende Parallelen zur Photovoltaikbranche. Auch hier wurden durch chinesische Subventionen Produkte verbilligt und ermöglichten es China, einen führenden Marktanteil zu gewinnen, während die Hersteller in der übrigen Welt ihre Produktion zurückfahren mussten. Aber auch, wenn die sektoralen Auswirkungen auf die Elektroautoindustrie beträchtlich sind, bleiben die globalen Auswirkungen überschaubar: Die Verbraucherpreise insgesamt sinken lediglich um 0,2 %, und die gesamte EU-Produktion geht um gerade einmal 0,1 % zurück, was der geringen Größe der Branche geschuldet ist.

Die im vorliegenden Kasten dargestellten Schätzungen sind als Obergrenze für Marktanteilverluste im Euroraum zu betrachten, da das Modell potenziell mildernde Effekte außer Acht lässt. Erstens können EU-Hersteller auf chinesische Subventionen endogen reagieren, indem sie ihre Preise senken oder die Lücke in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit durch mehr Innovation und Digitalisierung schließen.²⁵ Ebenso könnte die EU Ausgleichszölle verhängen, wie sie im Juni 2024 angekündigt wurden.²⁶ Sie wurden im vorliegenden Kasten nicht berücksichtigt. Das hier betrachtete Szenario veranschaulicht unter sonst gleichen Bedingungen die Risiken im Zusammenhang mit den umfangreichen chinesischen Subventionen. Zweitens könnten die Präferenzen der privaten Haushalte für Elektroautos weniger preisanfällig sein als in diesem Szenario unterstellt. Berücksichtigt wird dies im Baqaee-Farhi-Modell mittels einer produktspezifischen Substitutionselastizität. Schätzungen in der Literatur beziehen sich hingegen auf alle Fahrzeuge und nicht speziell auf Elektroautos.²⁷ Sollte die Preissensibilität bei Elektroautos niedriger sein als bei anderen Fahrzeugen, könnte daraus eine Überschätzung der Substitutionseffekte durch chinesische Elektroautos resultieren.

²⁴ Schätzungen der [Rhodium Group](#) zufolge beträgt die Preisdifferenz zwischen deutschen und chinesischen Elektroautos rund 50 %. Im Baqaee-Farhi-Modell nicht enthalten ist ein Fiskalblock, der die Finanzierungsart der Subventionen simulieren würde.

²⁵ Siehe auch R. A. de Santis, P. Neves, V. di Nino, N. Furbach und U. Neumann, [Wird sich der Automobilsektor im Euroraum erholen?](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2024.

²⁶ Nach der im Oktober 2023 von der Europäischen Kommission eingeleiteten Antisubventionsuntersuchung zur Einfuhr batteriebetriebener Elektroautos aus China kündigte die Kommission im Juni 2024 neue Zölle auf chinesische Hersteller solcher Fahrzeuge an. Demnach soll der für Einfuhren von Elektroautos aus China bereits erhobene Zollsatz von 10 % um 17,4 % bis 37,6 % erhöht werden.

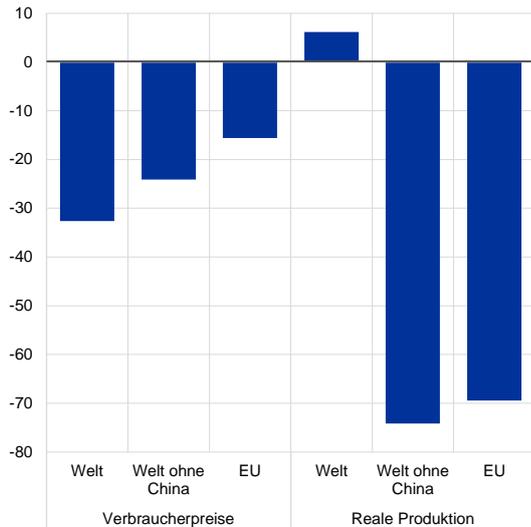
²⁷ Handelselastizitäten basieren auf L. Fontagné, H. Guimbard und G. Orefice, *Tariff-based product-level trade elasticities*, *Journal of International Economics*, Bd. 137, 2022, sowie auf C. E. Boehm, A. A. Levchenko und N. Pandalai-Nayar, *The Long and Short (Run) of Trade Elasticities*, *American Economic Review*, Bd. 113, Nr. 4, S. 861-905, 2023.

Abbildung A

Globale sektorale Spillover-Effekte chinesischer Subventionen auf Elektrofahrzeuge

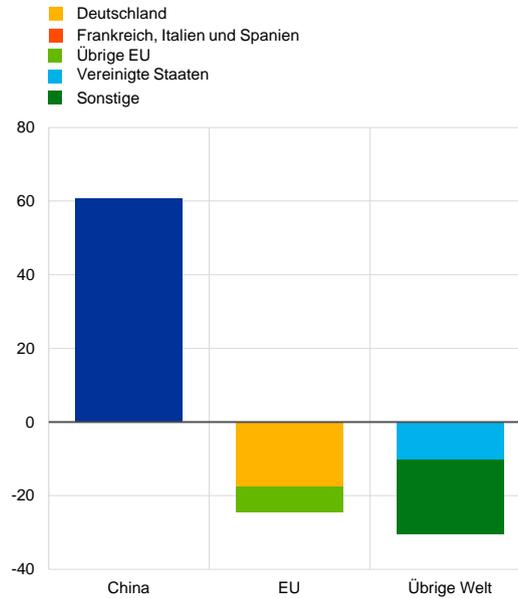
a) Verbraucherpreise und reale Produktion von Elektrofahrzeugen

(Abweichung vom Gleichgewichtsniveau in %)



b) Veränderungen des globalen Marktanteils bei Elektrofahrzeugen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Siehe Baqaee und Farhi, a. a. O., OECD, Internationale Energieagentur, T. Fally und J. Sayre, Commodity Trade Matters, Working Paper des NBER, Nr. 24965, 2018, und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der nichtlineare Effekt wird durch 25 Iterationen des log-linearisierten Modells simuliert. Die granularen Input-Output-Tabellen zur isolierten Betrachtung von Elektrofahrzeugen basieren auf der Methodik von M.-G. Attinasi et al., a. a. O.

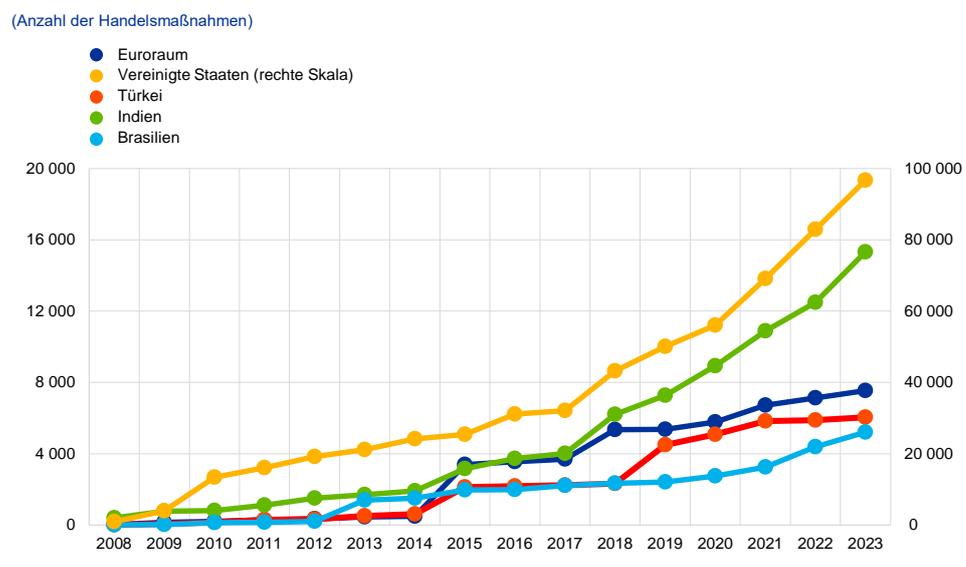
5 Schlussbemerkungen

Die aktuelle Strategie Chinas, die wirtschaftliche Schwäche durch eine Stärkung des investitionsbasierten Wachstumsmodells und die Erschließung neuer Produktionsquellen zu bewältigen, dürfte bereits bestehende Überkapazitäten noch vergrößern. Angesichts der abnehmenden Grenzerträge von Investitionen führt der anhaltende Fokus auf die Angebotsseite der Wirtschaft in zahlreichen Sektoren und Branchen zu höheren Lagerbeständen, einer geringeren Profitabilität und einem wachsenden Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Vor dem Hintergrund einer verhaltenen Binnennachfrage lösen die Bemühungen, die zusätzlichen Produktionskapazitäten auf die Exportmärkte zu lenken, Spannungen in den internationalen Handelsbeziehungen aus.

Die Handelspolitik gegenüber China ist einem raschen Wandel unterworfen. Zuletzt haben die Vereinigten Staaten die Zölle auf chinesische Einfuhren drastisch erhöht. So wurden vor allem die Zölle auf chinesische Elektrofahrzeuge von 25 % auf 100 % angehoben. Auch andere Länder verstärken ihre tarifären und nichttarifären Handelshemmnisse gegenüber chinesischen Einfuhren (siehe Abbildung 14). In der EU wurden mehrere handelspolitische Instrumente eingeführt, um im öffentlichen Beschaffungswesen gleiche Wettbewerbsbedingungen

herzustellen und Dumpingpraktiken zu überprüfen. Die sich verändernde handelspolitische Dynamik zeigt sich in zunehmendem Maße auch in den Handelsströmen. So hat sich der Importanteil Chinas in den Vereinigten Staaten und in Japan seit 2017-2018 kontinuierlich verringert. Kurz unterbrochen wurde diese Entwicklung durch die Pandemie, als die Nachfrage zunächst nach medizinischen Produkten und im weiteren Verlauf nach gewerblichen Erzeugnissen aus China vorübergehend zunahm. Dagegen ist der Importanteil Chinas in der EU weiter gestiegen und liegt inzwischen über dem Vorpandemieniveau (siehe Abbildung 15).

Abbildung 14
Handelsmaßnahmen gegenüber chinesischen Produkten



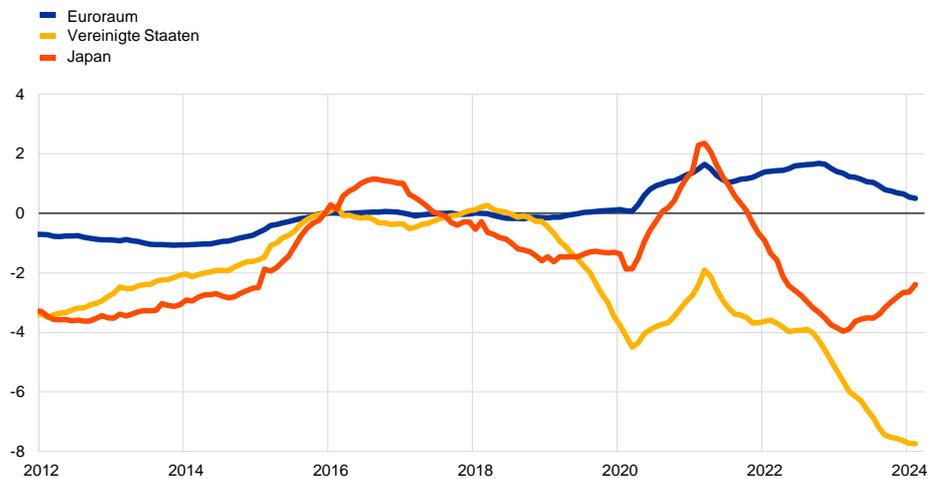
Quellen: Global Trade Alert und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht die neuen Handelsmaßnahmen gegenüber chinesischen Produkten mit sechsstelligem HS-Code (Harmonisiertes System zur Bezeichnung und Codierung von Waren – HS) seit 2008. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

Angesichts dieser Verlagerung der handelspolitischen Dynamik könnte die EU als Exportmarkt für China stärker in den Mittelpunkt rücken. Wenn Nicht-EU-Länder ihre Märkte für chinesische Produkte weiter abschotten, könnte China seine Exportbemühungen in Richtung der EU intensivieren. Dies erhöht in Europa den Disinflationsdruck, senkt die Wettbewerbsfähigkeit in den fortschrittlichen Industriesektoren und verringert den Anteil der Produktion sowie der Exporte im verarbeitenden Gewerbe. Angesichts der möglicherweise signifikanten Auswirkungen auf Produktion, Inflation und Arbeitsmärkte müssen die europäischen Ausgleichsmaßnahmen sorgfältig kalibriert werden, um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu gewährleisten.²⁸

²⁸ Aus einem Bericht der Europäischen Kommission geht hervor, dass die EU hauptsächlich von China abhängig ist. Rund ein Drittel aller Produkte, die nur aus einem einzigen Land bezogen werden können und so zu Abhängigkeiten führen, stammen von dort. Siehe auch R. Arjona et al., [An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities](#), Single Market Economics Papers der Europäischen Kommission, Nr. 14, 2023.

Abbildung 15 Anteil der Importe aus China

(Veränderung seit 2015; gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024.

2 Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte im Euroraum

Nina Blatnik, Alina Bobasu, Georgi Krustev und Mika Tujula

1 Einleitung

Im vorliegenden Aufsatz wird die verteilungsbasierte Vermögensbilanz (Distributional Wealth Accounts – DWA) für den Euroraum vorgestellt. Dabei handelt es sich um einen vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) entwickelten Datensatz, mit dem eine neue experimentelle Statistik zum Vermögen der privaten Haushalte zur Verfügung steht. Die Daten der verteilungsbasierten Vermögensbilanz ergänzen jene aus den klassischen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und aus Haushaltsbefragungen, denn sie liefern Informationen zum Vermögen der privaten Haushalte, die mit den gesamtwirtschaftlichen vierteljährlichen Sektorkonten (Quarterly Sectoral Accounts – QSA) im Einklang stehen.¹ Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz wurde entwickelt, um dem wachsenden Interesse Rechnung zu tragen, die Dynamik der Vermögensverteilung im Euroraum und in den einzelnen Ländern des Euroraums besser zu verstehen.²

Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz ist für Zentralbanken von besonderem Interesse, da sie die Analyse der verteilungsbedingten Vermögenseffekte von Inflations- und geldpolitischen Schocks erleichtert.

Zudem unterstützt sie die geldpolitische Strategie der EZB, die unter anderem eine systematische Bewertung der wechselseitigen Interaktion zwischen der Einkommens- und Vermögensverteilung und der Geldpolitik vorsieht.³ Die privaten Haushalte unterscheiden sich deutlich, was ihr Vermögen und dessen Zusammensetzung sowie die Reagibilität ihres Einkommens gegenüber wirtschaftlichen Schocks anbelangt. Die Vermögens- und Einkommensverteilung beeinflusst also entscheidend, wie die Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Inflation durchwirkt. Zugleich kann die Geldpolitik heterogene Verteilungseffekte haben.⁴

Im vorliegenden Aufsatz werden die Hauptmerkmale der verteilungsbasierten Vermögensbilanz untersucht. Ferner wird dargestellt, wie die Verteilungseffekte gesamtwirtschaftlicher Schocks, einschließlich geldpolitischer Schocks, anhand des Datensatzes analysiert werden können.

¹ Parallel zur verteilungsbasierten Vermögensbilanz in Europa werden derzeit ähnliche Datensätze im Rahmen der dritten Phase der G20 Data Gaps Initiative entwickelt. Bis 2026 sollen solche verteilungsbasierten Vermögensbilanzen für die G-20-Staaten und andere teilnehmende Volkswirtschaften zur Verfügung stehen.

² Siehe beispielsweise EZB, [Jüngste Bestimmungsfaktoren der Ersparnisbildung privater Haushalte über die Vermögensverteilung](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2022; EZB, [Konsumimpuls der pandemiebedingten Ersparnisse – spielt die Zusammensetzung eine Rolle?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2023.

³ Siehe EZB, [Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB](#), Wirtschaftsbericht 5/2021.

⁴ Siehe M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen und G. Violante, [Monetary policy and household inequality](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2170, 2018.

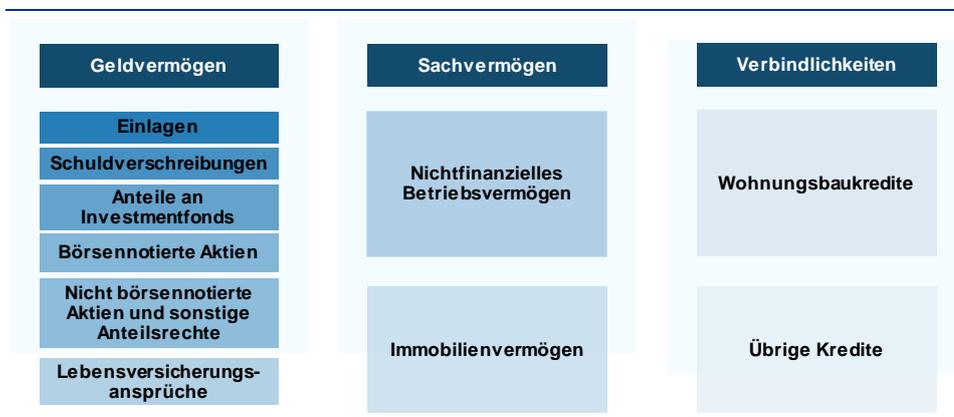
Abschnitt 2 beschreibt die Methodik zur Erstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz und geht dabei auf Datenquellen, Schätzverfahren und Datenverfügbarkeit ein. Abschnitt 3 beleuchtet die wichtigsten Merkmale des Datensatzes und zeigt auf, wie sich die Vermögensverteilung und die Vermögenskomponenten im Euroraum und in einzelnen Ländern im Zeitverlauf entwickelt haben. In Abschnitt 4 wird erörtert, wie sich Vermögenspreisveränderungen je nach Zusammensetzung der Aktiva und Passiva auf das Vermögen der privaten Haushalte entlang der Verteilung auswirken. Daneben wird analysiert, inwieweit die Vermögenspreise die Vermögensungleichheit beeinflussen. In Abschnitt 5 werden die Auswirkungen der steigenden Inflation und der anschließenden geldpolitischen Straffung entlang der Vermögensverteilung sowie deren Auswirkungen auf die Vermögensungleichheit untersucht. Abschnitt 6 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Methodik der verteilungsbasierten Vermögensbilanz

Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz liefert zeitnahe vierteljährliche Informationen zur Vermögensverteilung, die mit den gesamtwirtschaftlichen Aggregaten im Einklang stehen. Sie enthält Daten zum Nettovermögen der privaten Haushalte sowie zu ihren finanziellen und nichtfinanziellen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten und deren Komponenten (siehe Schaubild 1). Dabei werden die Haushalte aufgeschlüsselt in die oberen fünf Dezile der Nettovermögensverteilung und die vermögensärmeren 50 % der Verteilung. Zudem erfolgt eine Einordnung nach Beschäftigung und Wohnsituation. Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz enthält daneben Daten zu Ungleichheitsindikatoren wie dem Gini-Koeffizienten, dem Anteil des Nettovermögens, den die vermögendsten 5 %, die vermögendsten 10 % sowie die vermögensärmere Hälfte der Verteilung halten, dem Mittelwert und dem Median des Nettovermögens sowie dem Verhältnis von Verschuldung zu Vermögen in den einzelnen Dezilen der Nettovermögensverteilung. Die Daten sind für den Euroraum insgesamt und für die einzelnen Euro-Länder (außer Kroatien) sowie für Ungarn verfügbar. Die Zeitreihen für den Euroraum liegen ab dem ersten Quartal 2009 vor. Die Zeitreihen für die einzelnen Länder beginnen hingegen je nach Verfügbarkeit der Datenquellen zu unterschiedlichen Zeitpunkten. Der neue Datensatz wird vierteljährlich erstellt und fünf Monate nach Ende des Referenzquartals veröffentlicht.

Schaubild 1

Hauptmerkmale der verteilungsbasierten Vermögensbilanz: Komponenten der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten



Quelle: EZB.

Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz verknüpft die Informationen aus der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) mit gesamtwirtschaftlichen Daten aus den vierteljährlichen Sektorkonten und ergänzt somit die Daten aus beiden Quellen (siehe Schaubild 2). Die gesamtwirtschaftlichen Daten vermitteln Informationen zu finanziellen und nichtfinanziellen Transaktionen und Positionen des Haushaltssektors. Die Zeitreihen beginnen 1999, wobei die Daten zum letzten Referenzquartal mit einer Verzögerung von etwa drei bis vier Monaten vorliegen. Sie folgen der Methodik des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010). Die HFCS liefert hingegen Daten zur Verteilung des Vermögens unter den privaten Haushalten im Euroraum.⁵ Die Umfrage wurde in vier Erhebungen durchgeführt, die sich im Wesentlichen auf die Jahre 2010, 2013, 2017 und 2021 beziehen. Die Daten werden mit einer Verzögerung von etwa 18 Monaten veröffentlicht.

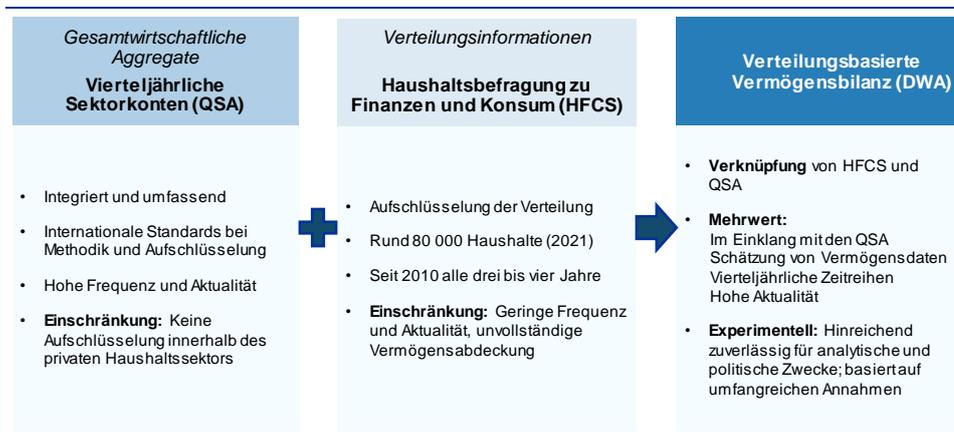
Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz vereint die Vorteile der Sektorkonten und der Haushaltsbefragungen. Bei den Sektorkonten handelt es sich um eine hochfrequente, zeitnahe und umfassende Statistik, die jedoch keine Angaben zu Verteilungsaspekten enthält. Die Haushaltsbefragungen enthalten indessen umfassende Informationen zur Vermögensverteilung, werden aber nur in großen zeitlichen Abständen aktualisiert und mit längeren Verzögerungen veröffentlicht. Zudem bilden sie das Vermögen nur unvollständig ab. Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz schließt diese Lücken, indem sie Daten bereitstellt, die mit den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Einklang stehen und somit auch internationalen Standards entsprechen. Zudem werden die Daten vierteljährlich aktualisiert und liefern zeitnahe Informationen über die Vermögensverteilung, die den Ergebnissen aus Haushaltsbefragungen ähneln. Sie wurde von Fachleuten des

⁵ In der Vermögensbefragung werden detaillierte Daten auf Haushaltsebene erhoben, die sich auf verschiedene Aspekte der Bilanzen der privaten Haushalte und die damit verbundenen wirtschaftlichen und demografischen Variablen beziehen. Weitere Informationen sind auf der [Website der EZB](#) zur HFCS abrufbar. Dort ist auch eine Definition der privaten Haushalte zu finden.

ESZB entwickelt und gewährleistet eine einheitliche Kompilierung von Länderdaten und Aggregaten des Euroraums.

Schaubild 2

Hauptmerkmale der verteilungsbasierten Vermögensbilanz: Verknüpfung von Mikro- und Makrodaten zum Vermögen



Quelle: EZB.

Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz soll, soweit dies möglich ist, eine Brücke zwischen der HFCS-Umfrage und den vierteljährlichen Sektorkonten schlagen. Dabei werden die Konzepte der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und die aggregierten Ergebnisse der vierteljährlichen Sektorkonten zugrunde gelegt. Die Methodik, die zur Verknüpfung der

Haushaltsbefragungen mit den Sektorkonten verwendet wird, sieht mehrere Schritte vor. Um möglichst viel Nutzen aus den beiden Datensätzen zu ziehen, wird zunächst ein spezifisches Vermögenskonzept für die verteilungsbasierte Vermögensbilanz definiert, und die einzelnen Positionen aus der HFCS und den Sektorkonten werden entsprechend angepasst. Auf Ebene des Euroraums werden auf dieser Grundlage rund 90 % der im Vermögenskonzept der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen enthaltenen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte erfasst. Einige Positionen (z. B. Bargeld und Pensionsansprüche) sind aufgrund einer eingeschränkten Datenverfügbarkeit derzeit jedoch noch nicht in der verteilungsbasierten Vermögensbilanz enthalten. Es wird daran gearbeitet, diese Positionen ebenfalls aufzunehmen.⁶ Anschließend werden die Daten jeder HFCS-Umfrage mit den zeitlich am nächsten liegenden Daten aus den vierteljährlichen Sektorkonten abgeglichen, und die Population der Haushaltsbefragung wird so hochskaliert, dass sie mit jener der vierteljährlichen Sektorkonten übereinstimmt. Die Einlagen, die in den Haushaltsbefragungen tendenziell deutlich niedriger ausgewiesen werden als in den vierteljährlichen Sektorkonten, werden an dieser Stelle ebenfalls angepasst, um bestimmte als Ausreißer identifizierte Umfrageergebnisse zu berücksichtigen. Da die privaten Haushalte am obersten Ende der Vermögensverteilung („vermögende Haushalte“) in Umfragen nur schwer zu erfassen und damit in den Umfrageergebnissen unterrepräsentiert sind, besteht

⁶ Die erwarteten Leistungen der privaten Haushalte aus den gesetzlichen Alterssicherungssystemen werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und somit auch im Vermögenskonzept der verteilungsbasierten Vermögensbilanz nicht erfasst.

ein wichtiger Schritt bei der Erstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz darin, das Vermögen der fehlenden vermögenden Haushalte zu schätzen. Die noch verbliebenen Datenlücken zwischen den angepassten Haushaltsdaten und den vierteljährlichen Sektorkonten werden geschlossen, indem jedem Haushalt auf Ebene der Vermögenskomponenten proportional ein Teil der instrumentenspezifischen Lücke zugeschrieben wird.⁷

Zur Erstellung der vierteljährlichen Daten der verteilungsbasierten Vermögensbilanz werden die aus den HFCS-Umfragewellen gewonnenen Datenwerte interpoliert und extrapoliert und mit den aggregierten vierteljährlichen Veränderungen der in den vierteljährlichen Sektorkonten erfassten Vermögenskomponenten kombiniert. Die Daten der verteilungsbasierten Vermögensbilanz für die Quartale nach der letzten verfügbaren HFCS-Umfrage werden unter der Annahme extrapoliert, dass die instrumentenspezifischen Verteilungen stabil geblieben sind. Trotz dieser Annahme ändert sich die Verteilung des Nettovermögens in der verteilungsbasierten Vermögensbilanz im Extrapolationszeitraum. Dies geschieht jedoch im Einklang mit den zugrunde liegenden Entwicklungen der vierteljährlichen Sektorkonten auf Ebene der einzelnen Vermögenskomponenten und der Unterschiede in den gehaltenen Beständen der einzelnen Haushaltsgruppen. Beispielsweise verlagert sich die Vermögensverteilung im Falle ausgeprägter Kurssteigerungen von Aktien tendenziell zugunsten derjenigen Haushaltsgruppen, die typischerweise Aktien in ihren Portfolios halten. Diese Effekte werden durch die verteilungsbasierte Vermögensbilanz entsprechend erfasst.

Sensitivitätsanalysen haben gezeigt, dass die verteilungsbasierte Vermögensbilanz für analytische und politische Zwecke hinreichend zuverlässig ist. Da sie jedoch auf Annahmen beruht und Schätzungen beinhaltet, werden die Daten als „experimentell“ gekennzeichnet. Annahmen werden beispielsweise für die Ermittlung der Verteilung von Einlagen und bei der Berechnung von Zeitreihen herangezogen. Außerdem fließen zusätzliche Informationen, die üblicherweise aus Medienquellen stammen, in die Schätzung des Vermögens der vermögendsten Haushalte ein.⁸

⁷ Die Daten der verteilungsbasierten Vermögensbilanz für den Euroraum werden durch Zusammenführung der für die einzelnen Länder berechneten Daten zu den privaten Haushalten ermittelt. Um sie an die tatsächlichen Aggregate der vierteljährlichen Sektorkonten des Euroraums anzupassen, werden sie durch eine proportionale Allokation und durch Neuberechnung der Nettovermögensdeuzile auf Ebene des Euroraums unter Einbeziehung aller privaten Haushalte im Euroraum berechnet.

⁸ Für weitere Informationen siehe die [Übersicht](#) und die [methodischen Erläuterungen](#) auf der Website der EZB sowie die entsprechende [Pressemitteilung](#) der EZB.

3 Wichtige stilisierte Fakten im Datensatz der verteilungsbasierten Vermögensbilanz

Das Vermögen der Privathaushalte ist höchst ungleich verteilt. Ein Großteil davon entfällt auf vermögende Haushalte (siehe Abbildung 1, Grafik a).⁹ So halten die vermögendsten 10 % der privaten Haushalte im Euroraum 56 % des Nettovermögens, auf die vermögensärmere Hälfte entfallen dagegen lediglich 5 %. Die ungleichmäßige Verteilung bedeutet, dass gemessen am Vermögen ein großer Teil der Privathaushalte, die für das gesamtwirtschaftliche Einkommen, die Beschäftigung und den Konsum von größerer Bedeutung sind, unterrepräsentiert ist und daher weniger stark auf Vermögenseffekte reagiert.

Das Nettovermögen der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung hat sich von den in der Staatsschuldenkrise erlittenen Verlusten rascher erholt. Die Vermögenskonzentration hat daher seit etwa 2015 abgenommen. Die Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Nettovermögensverteilung verzeichneten während der Staatsschuldenkrise erhebliche Verluste. Ihre höhere Verschuldung verschärfte nämlich die negativen Vermögenseffekte, die die Korrektur am Immobilienmarkt in verschiedenen Ländern ausgelöst hatte, noch zusätzlich. Diese Haushalte können die Verluste seit etwa 2015 schneller kompensieren als die 40 % der privaten Haushalte mit einem Vermögensniveau knapp über dem Median und die vermögendsten 10 % der Privathaushalte, wenngleich von einem deutlich niedrigeren Niveau aus (siehe Abbildung 1, Grafik b). Bei den Haushalten in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung lag die jährliche nominale Wachstumsrate des Nettovermögens in diesem Zeitraum konstant über 4 %, bevor sie sich in den letzten Quartalen verlangsamt hat. Der Vermögensaufbau bei den Haushalten in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung wurde durch im Verhältnis schnellere Wertsteigerungen beim Geld- und Immobilienvermögen unterstützt, wobei bei Letzterem vor allem die steigenden Immobilienpreise zum Tragen kamen. Positiv wirkte auch der Abbau der Verschuldung der privaten Haushalte. Er sorgte für eine Verringerung ihrer Schuldenlast und eine Stärkung ihrer Vermögensbilanz. Insgesamt haben diese Entwicklungen dazu beigetragen, dass der Gini-Koeffizient für den Euroraum seit 2015 leicht um rund 1,5 Prozentpunkte gesunken ist (siehe Abbildung 1, Grafik c).¹⁰ Die Vermögensungleichheit nahm in den letzten Jahren vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, des unerwarteten Anstiegs der Inflation und der anschließenden Straffung der Geldpolitik weiter ab (siehe auch die Abschnitte 4 und 5).

⁹ Nettovermögen ist definiert als die Summe des Gesamtvermögens (Geld- und Sachvermögen) abzüglich der gesamten Verbindlichkeiten. Bei einigen Haushalten kann das Ergebnis null oder negativ sein.

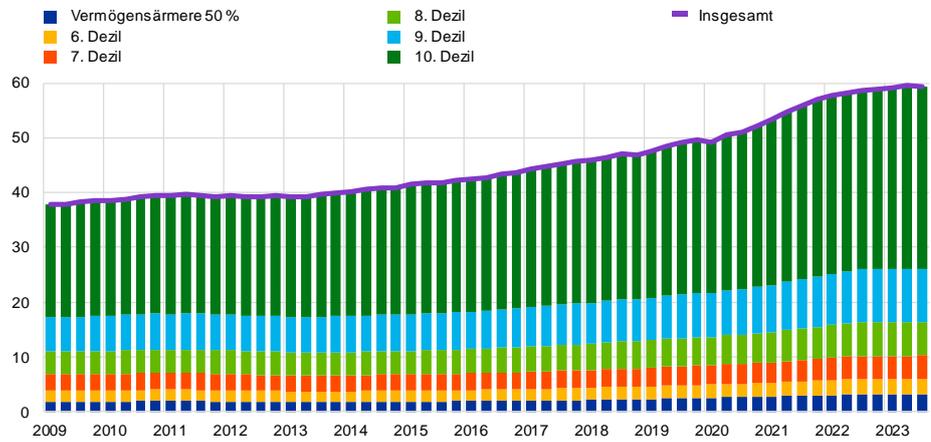
¹⁰ Ein Gini-Koeffizient von 0 entspricht einer Gleichverteilung des Vermögens; alle Personen verfügen über ein gleich hohes Vermögen. Ein Koeffizient von 1 bezeichnet hingegen die höchstmögliche Vermögensungleichheit. Hier befindet sich das gesamte Vermögen in den Händen einer einzigen Person.

Abbildung 1

Entwicklung der Vermögensverteilung im Euroraum

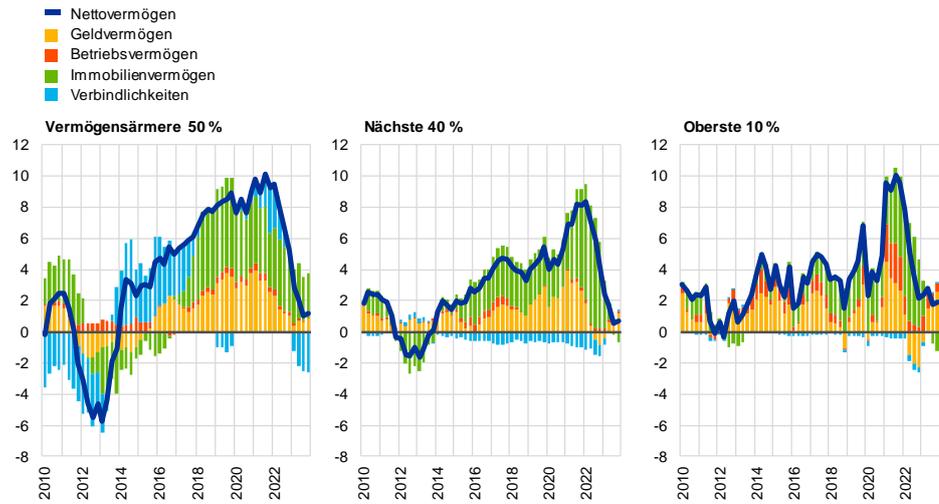
a) Nettovermögen der Privathaushalte nach Vermögensgruppe

(in Billionen €)



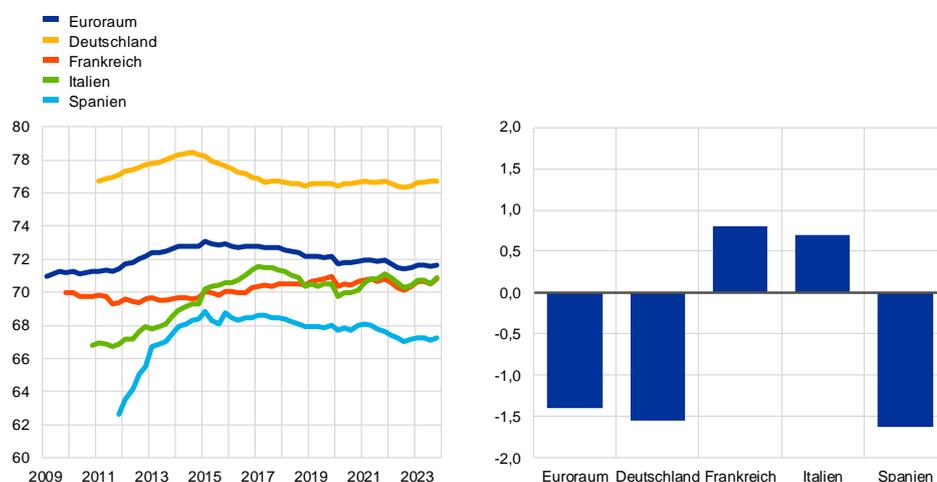
b) Nominales Wachstum des Nettovermögens und Beiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



c) Gini-Koeffizient: Niveau und Veränderungen seit 2015

(linke Grafik: in %; rechte Grafik: Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihen für die verteilungsbasierte Vermögensbilanz beginnen in den einzelnen Ländern – entsprechend den länderspezifischen HFCS-Erhebungen – zu unterschiedlichen Zeitpunkten. In Grafik b und im gesamten Aufsatz bezieht sich Immobilienvermögen im Euroraum auf Haus- und Grundbesitz. Betriebsvermögen ist die Summe aus nichtfinanziellem Betriebsvermögen sowie nicht börsennotierten Aktien und sonstigen Anteilsrechten. Geldvermögen bezieht sich auf die Summe aller übrigen Vermögenswerte, und Verbindlichkeiten auf die Summe aus Wohnungsbaukrediten und übrigen Krediten. Die jüngsten Angaben in Grafik a, b und c beziehen sich auf das vierte Quartal 2023. Die rechte Abbildung in Grafik c zeigt die Veränderung des Gini-Koeffizienten in Prozentpunkten zum vierten Quartal 2015 (Höchststand für den Euroraum).

In allen Ländern sind die Unterschiede bei der Vermögensungleichheit nach wie vor erheblich.¹¹ Zurückzuführen ist dies auf strukturelle Faktoren, beispielsweise die aggregierten Wohneigentumsquoten, die negativ mit der Ungleichheit korrelieren. Denn niedrige Wohneigentumsquoten bedeuten tendenziell, dass ein hoher Anteil der Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung ein sehr geringes Vermögen besitzt.¹² Dazu passt, dass die Ungleichheit bei Betrachtung der vier größten Länder im Euroraum in Deutschland höher und in Spanien geringer ist. Trotz dieser strukturellen Unterschiede ist der Gini-Koeffizient in Frankreich und Italien seit 2015 weitgehend stabil geblieben, während er in Deutschland und Spanien in relativ ähnlichem Ausmaß gesunken ist. Die Vermögensungleichheit ist im Eurogebiet nach wie vor geringer als in den Vereinigten Staaten, auch wenn die Ungleichheit dort seit Ausbruch der Pandemie deutlich abgenommen hat (siehe Kasten 1).

Die Vermögenskonzentration variiert sowohl zwischen den einzelnen Instrumenten als auch im Zeitverlauf. Zurückzuführen ist dies auf Unterschiede bei den Präferenzen, beim Zugang zu verschiedenen Anlageklassen und bei Kredit- und Liquiditätsbeschränkungen. Besonders hoch ist die Konzentration beim Geldvermögen, dessen Wert Veränderungen unterliegt: Rund 80 % der Anteilsrechte, der Anteile an Investmentfonds und der Bestände an

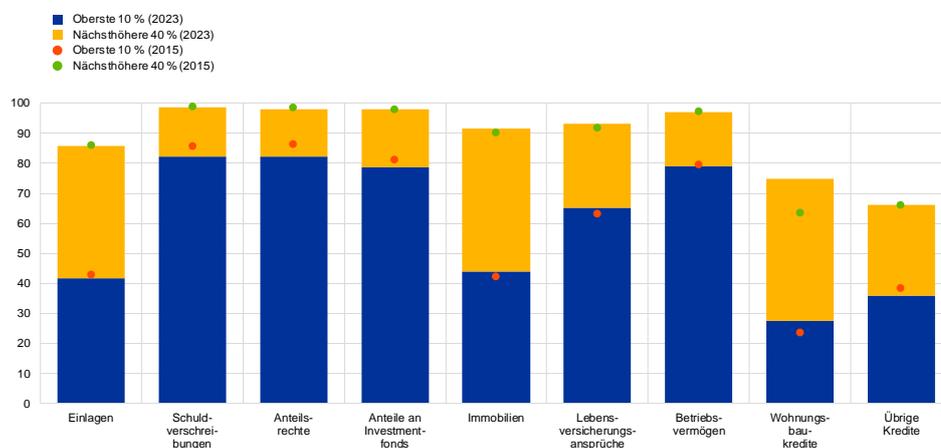
¹¹ Eine Erörterung der Faktoren, die für die Streuung der Vermögensungleichheit in den Ländern im Euroraum ausschlaggebend sind, findet sich in: S. Leitner, [Drivers of wealth inequality in euro area countries: the effect of inheritance and gifts on household gross and net wealth distribution analysed by applying the Shapley value approach to decomposition](#), *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Bd. 13, Ausgabe 1, 2016, S. 114-136.

¹² Siehe L. Kaas, G. Kocharkov und E. Preugschat, [Wealth inequality and homeownership in Europe](#), *Annals of Economics and Statistics*, Nr. 136, 2019, S. 27-54.

Schuldverschreibungen werden von den vermögendsten 10 % der privaten Haushalte gehalten (siehe Abbildung 2). Beim Betriebsvermögen findet sich eine ähnlich hohe Konzentration. Die Einlagenbestände, das Immobilienvermögen und die Verbindlichkeiten (Wohnungsbaukredite und übrige Kredite) sind gleichmäßiger verteilt. Die Konzentration des Immobilienvermögens und der Wohnungsbaukredite hat seit 2015 zugenommen, d. h., der Vermögensaufbau – auch über Bewertungseffekte – verläuft bei vermögendere Privathaushalten rascher als bei vermögensärmeren. Zudem erhöhten sich die relativen Anteile an den Beständen von Schuldverschreibungen und Anteilsrechten bei den 40 % der Haushalte mit einem Vermögensniveau über dem Median.

Abbildung 2
Konzentration der Instrumente

(nach Instrumenten in % des Gesamtvolumens)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz) und EZB-Berechnungen.

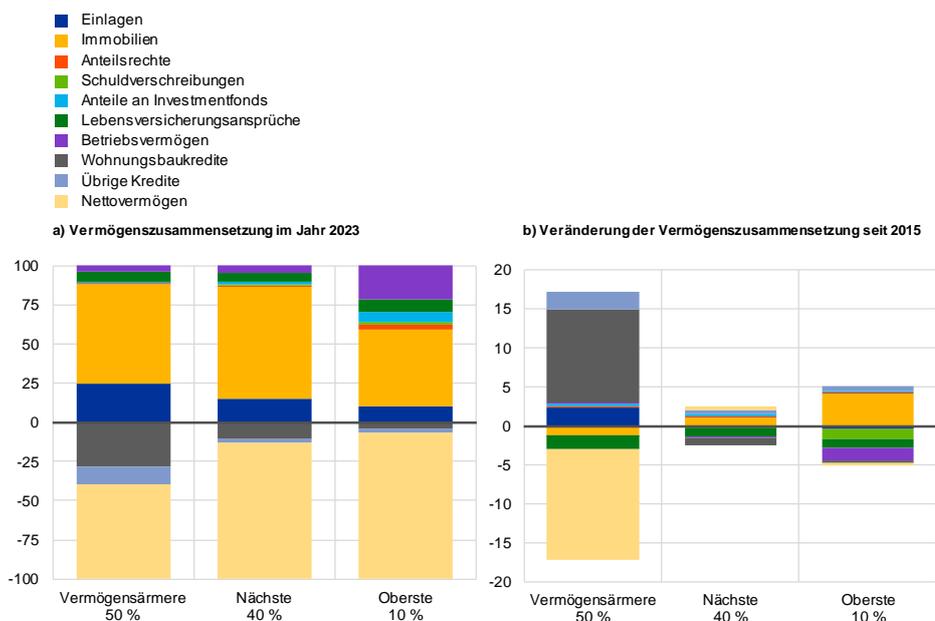
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die instrumentenspezifischen durchschnittlich gehaltenen Bestände nach Nettovermögensgruppe als Anteil an dem jeweils ausstehenden Gesamtvolumen für die Jahre 2015 und 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Auch die Zusammensetzung des Nettovermögens ist von Vermögensgruppe zu Vermögensgruppe unterschiedlich und verändert sich im Laufe der Zeit. Die vermögensärmeren 50 % halten einen größeren Anteil ihres Vermögens in Form von Bankeinlagen und Immobilien, und zwar rund 25 % bzw. 63 %. Die nächsten 40 % halten zusammen einen ähnlichen Anteil an beiden Instrumenten, dabei entfällt jedoch auf Einlagen ein kleinerer und auf Immobilien ein größerer Anteil (15 % bzw. 72 %). Bei den vermögendsten 10 % der privaten Haushalte sind die Anteile an Einlagen und Immobilien geringer (10 % bzw. 50 %), denn diese Gruppe hält einen größeren Teil ihres Vermögens in Form von Betriebsvermögen und Geldvermögen außer Einlagen (siehe Abbildung 3, Grafik a). Je vermögendere Haushalte sind, desto geringer ist der Anteil der Einlagen. Zugleich machen Nettovermögen und risikoreichere Anlagen (Aktien, Anteile an Investmentfonds und Schuldverschreibungen) einen größeren Anteil aus, da vermögendere Haushalte ein höheres Risiko tragen können. Zudem nimmt der Verschuldungsgrad in den oberen Vermögensgruppen ab, denn die Vermögenswerte (z. B. Immobilien) sind in geringerem Maße schuldenfinanziert. Im Laufe der Zeit hat der Rückgang der Kreditaufnahme seitens der privaten Haushalte in den vermögensärmeren 50 %

(siehe Abbildung 3, Grafik b) dazu beigetragen, ihre Vermögensbilanz zu stärken und ihren Nettovermögensanteil am Gesamtvermögen zu erhöhen, sodass die Vermögensungleichheit gesunken ist.

Abbildung 3 Zusammensetzung der Nettovermögensverteilung

(in % des gruppenspezifischen Vermögens; Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Das Nettovermögen ist mit negativem Vorzeichen dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

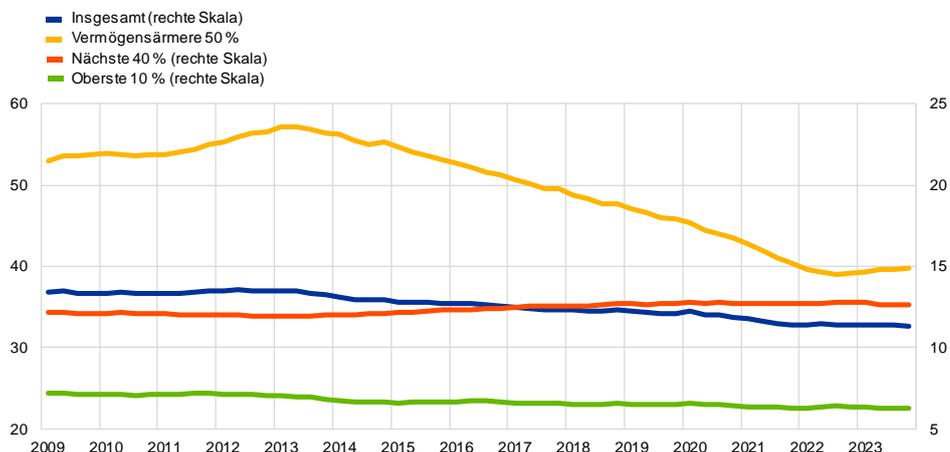
Was die Verbindlichkeiten anbelangt, so hat sich die Verschuldung der vermögensärmeren Hälfte der Privathaushalte im Euroraum in den vergangenen zehn Jahren deutlich verringert. Bei den privaten Haushalten in der oberen Hälfte der Verteilung ist sie unterdessen weitgehend unverändert geblieben. Der Entschuldungsprozess der vergangenen zehn Jahre, der insbesondere bei der vermögensärmeren Hälfte zu beobachten war (siehe Abbildung 4, Grafik a), wurde von einem Anstieg der Vermögenswerte und einem Rückgang der Verbindlichkeiten getragen. Vor dem Hintergrund des Zinsanstiegs in den vergangenen Jahren setzt sich der Schuldenabbau zwar fort, hat sich aber verlangsamt. Dies könnte darauf hindeuten, dass die von den Haushalten aufgebauten überschüssigen Ersparnisse zum Teil dafür verwendet wurden, um Schulden zu tilgen oder um weniger Kredite aufnehmen zu müssen. Der Rückgang der Verschuldung der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung ist in erster Linie auf jene Volkswirtschaften zurückzuführen, in denen es im Zuge der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum zu ausgeprägten Immobilienmarktzyklen mit erheblichen Preisschwankungen und Preiskorrekturen kam (siehe Abbildung 4, Grafik b). Gleichwohl ist der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte weiterhin deutlich höher als jener der vermögendere Haushalte.

Abbildung 4

Verschuldungsgrad entlang der Vermögensverteilung im Euroraum

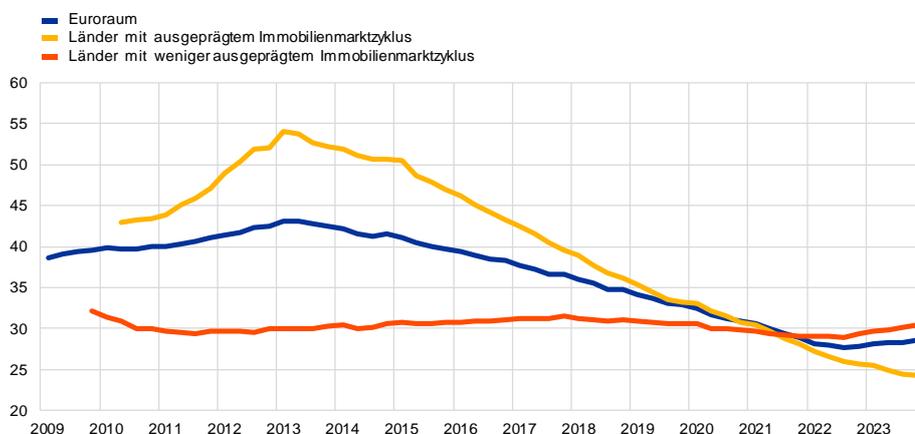
a) Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Gesamtvermögen entlang der Vermögensverteilung

(in %)



b) Wohnungsbaukredite im Verhältnis zum Gesamtvermögen der vermögensärmeren 50 % der Vermögensverteilung

(in %)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Verschuldungsgrad wird in Grafik a berechnet als Gesamtverschuldung dividiert durch das Gesamtvermögen und in Grafik b als Wohnungsbaukredite dividiert durch das Gesamtvermögen. In Grafik b werden unter Ländern mit ausgeprägtem Immobilienmarktzyklus die Länder verstanden, die einen deutlich stärkeren Rückgang der Immobilienpreise verzeichneten (mehr als durchschnittlich 2 % pro Jahr im Zeitraum 2007-2013) als der Euroraum insgesamt (durchschnittlich -0,35 % pro Jahr im Zeitraum 2007-2013), im Einklang mit der Bewertung in EZB, *Aktueller Stand des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 7/2018*. Zu diesen Ländern zählen Spanien, die Niederlande, Irland, Portugal, Griechenland, Estland, Litauen und Lettland. Die Länder mit einem weniger ausgeprägten Immobilienmarktzyklus sind jene, in denen die Veränderungen der Immobilienpreise im gleichen Zeitraum mit dem Durchschnitt des gesamten Euroraums vergleichbar waren oder darüber lagen. Dazu gehören Deutschland, Frankreich, Italien, Belgien, Finnland, die Slowakei, Slowenien und Luxemburg. Die Bildung der Länderaggregate erfolgt nach der Bottom-up-Methode, wobei die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten der gemessen am Nettovermögen vermögensärmeren Hälfte der Privathaushalte aggregiert wurden. Die Zeitreihen für die verteilungsbasierte Vermögensbilanz beginnen in den einzelnen Ländern – entsprechend den länderspezifischen HFCS-Erhebungen – zu unterschiedlichen Zeitpunkten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Kasten 1

Die Distributional Financial Accounts für die Vereinigten Staaten

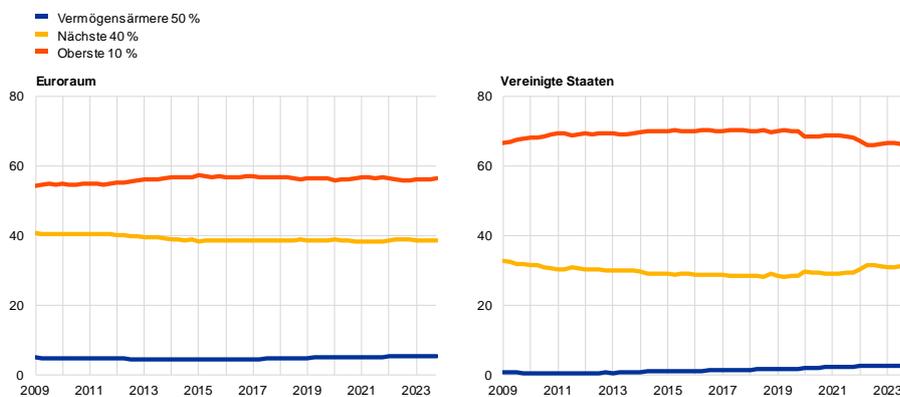
Alina Bobasu und Georgi Krustev

Das US-Pendant zu der für den Euroraum erstellten verteilungsbasierten Vermögensbilanz sind die von der US-Notenbank für die Vereinigten Staaten erstellten Distributional Financial Accounts. Dieser Datensatz enthält vierteljährliche Schätzungen der Verteilung des Vermögens der privaten Haushalte in den USA seit 1989.¹³ Die Vermögensungleichheit hat in den Vereinigten Staaten in den vergangenen Jahren zwar deutlich abgenommen, ist aber immer noch erheblich größer als im Euroraum. Die Haushalte im obersten Dezil der Vermögensverteilung in den USA halten rund zwei Drittel des gesamten Nettovermögens (siehe Abbildung A).¹⁴

Abbildung A

Konzentration des Nettovermögens im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(in %)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz), US Federal Reserve Board und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Nettovermögensbesitz nach Nettovermögensgruppe als Anteil am gesamten Nettovermögen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

In den Vereinigten Staaten besteht das Vermögen der Haushalte am oberen Ende der Vermögensverteilung vor allem aus Betriebs- und Geldvermögen, beispielsweise Unternehmensaktien, Investmentfondsanteilen und Ansprüchen gegenüber Pensionskassen. Immobilien machen dagegen im Vergleich zum Euroraum einen geringeren Anteil aus. Die privaten Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung halten ihre Vermögenswerte überwiegend in Form von Immobilien und sind stärker verschuldet als ihre Pendanten im Euroraum, wobei neben der Verschuldung über Hypothekarkredite auch andere Verbindlichkeiten eine Rolle spielen (siehe Abbildung B). Die stärkere Vermögenskonzentration in den Vereinigten Staaten im Vergleich zu Europa ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. So bestehen beispielsweise Unterschiede hinsichtlich des Grades der Ungleichheit der Arbeitseinkommen und hinsichtlich der Entwicklung der Immobilienpreise im Verhältnis zu den Preisen finanzieller Vermögenswerte.¹⁵ In den vergangenen beiden Jahren konnten die privaten Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung ihr Vermögen schneller steigern als die übrigen privaten Haushalte (Wachstum von

¹³ Siehe [Distributional Financial Accounts Overview](#), Board of Governors of the Federal Reserve System, März 2024.

¹⁴ Ein ausführlicher Vergleich der ungleichen Verteilung von Vermögen, Einkommen und Konsum in den Industrieländern findet sich in: EZB, [Geldpolitik und Ungleichheit](#), *Wirtschaftsbericht 2/2021*.

¹⁵ Siehe T. Blanchet und C. Martinez-Toledano, [Wealth inequality dynamics in Europe and the United States: Understanding the determinants](#), *Journal of Monetary Economics*, Bd. 133(C), 2023, S. 25-43.

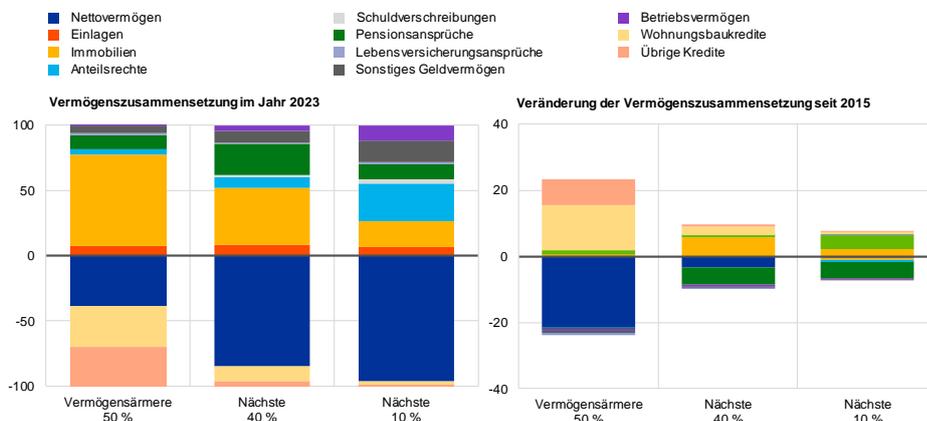
durchschnittlich rund 6,9 % gegenüber 5 % bzw. 0,3 % für die nächsten 40 % bzw. die obersten 10 %). Dadurch hat die Vermögensungleichheit in den USA rascher abgenommen als im Eurogebiet. Ursächlich hierfür waren der schnellere Aufbau von Immobilienvermögen durch die vermögensärmere Hälfte der Verteilung, was insbesondere auf die steigenden Preise für Immobilien zurückzuführen war, und der verglichen mit den anderen Vermögensgruppen geringere Schuldenaufbau (siehe Abbildung C). Doch auch das Geldvermögen spielte eine wichtige Rolle. Das Vermögen der obersten 10 % verringerte sich nach dem Beginn des Anfang 2022 einsetzenden jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus in den Vereinigten Staaten. Bedingt war dies vor allem durch Veränderungen der Aktienkurse und in geringerem Maße auch der Bestände von Pensionseinrichtungen, bei denen erst seit Kurzem wieder Zuwächse zu verzeichnen sind (siehe Abbildung C).¹⁶

¹⁶ Eine Erörterung der Faktoren, die für die Vermögensungleichheit in den USA ausschlaggebend sind, findet sich in: A. Fagereng, L. Guiso, D. Malacrino und L. Pistaferri, [Heterogeneity and Persistence in Returns to Wealth](#), *Working Paper Series* des IWF, Nr. 171, 2018.

Abbildung B

Zusammensetzung des Nettovermögens in den Vereinigten Staaten

(in % des gruppenspezifischen Vermögens; Veränderung in Prozentpunkten)

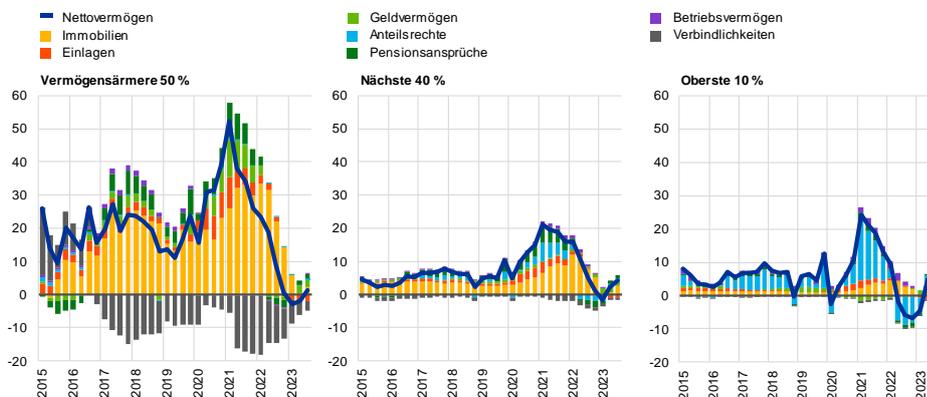


Quellen: US Federal Reserve Board und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Das Nettovermögen ist mit negativem Vorzeichen dargestellt.

Abbildung C

Wachstum des Nettovermögens in den Vereinigten Staaten und Beiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: US Federal Reserve Board und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Im Vergleich zum Euroraum enthalten die Daten für die USA mehr Instrumente, beispielsweise Bargeld, Ansprüche gegenüber Pensionskassen sowie Gebrauchsgüter, wobei Letztere in dieser Abbildung C unter Immobilienvermögen erfasst sind. Das sonstige Geldvermögen in der Abbildung versteht sich ohne Einlagen, Anteilsrechte und Pensionsansprüche. Das Betriebsvermögen umfasst Beteiligungen an Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

4 Vermögenspreisschwankungen und Vermögensverteilung

Veränderungen der Vermögenspreise beeinflussen das Vermögen der privaten Haushalte entlang der Vermögensverteilung in unterschiedlichem Maße, je nachdem, wie sich das Vermögen zusammensetzt. Dies wirkt sich auf die Vermögensungleichheit aus. Der Einfluss von Vermögenspreisänderungen auf das Vermögen der privaten Haushalte hängt davon ab, wie stark die Vermögensformen in ihren Bilanzen auf die Marktbedingungen und die geltenden

Zinssätze reagieren und wie hoch ihre jeweils gehaltenen Bestände an den entsprechenden Vermögenswerten und Verbindlichkeiten sind. Da private Haushalte meist nicht mit umfangreichen Umschichtungen auf Vermögenspreisänderungen reagieren, erfolgen Entwicklungen bei den gehaltenen Beständen tendenziell schleppend. Veränderungen ihres Nettovermögens sind in erster Linie die Folge von Gewinnen bzw. Verlusten aus dem Immobilien- und Aktienbesitz, die die Entwicklung der Immobilien- und Aktienpreise eng nachvollziehen.

Der Effekt von Vermögenspreisänderungen auf die Bilanzen der privaten Haushalte stellt einen wichtigen Kanal der geldpolitischen Transmission dar.

Ein Rückgang der Immobilienpreise, der auf veränderte Marktbedingungen oder eine geldpolitische Straffung zurückzuführen ist, verringert beispielsweise das Nettovermögen der Immobilieneigentümer, da der Wert ihres Immobilienvermögens sinkt, während ihre Verbindlichkeiten unverändert bleiben. Die damit verbundenen negativen Vermögenseffekte können dazu führen, dass sie weniger konsumieren und mehr sparen, um diesen Rückgang auszugleichen.¹⁷

Das Vermögen der privaten Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung reagiert tendenziell deutlich stärker auf Veränderungen der Immobilienpreise als das Vermögen der obersten 10 %. Die vermögensärmere Hälfte der Verteilung verfügt über einen höheren Anteil der Immobilien am Nettovermögen und damit einhergehend eine relativ hohe Verschuldung in Form von Wohnungsbaukrediten und reagiert deshalb deutlich empfindlicher auf Veränderungen der Immobilienpreise als auf Preisänderungen bei anderen Vermögenswerten (siehe Abbildung 5). Ein einfacher Indikator dieser Reagibilität ist ein Multiplikator, der die Positionen in den einzelnen Vermögenskategorien im Verhältnis zum Nettovermögen misst. Dieser Indikator ermöglicht es, die mechanischen Effekte eines hypothetischen 10 %igen Anstiegs der Preise verschiedener Vermögenskomponenten auf das Nettovermögen der privaten Haushalte nachzuvollziehen und zu untersuchen, wie sich diese Effekte im Zeitverlauf verändern. Indirekte Kanäle, etwa im Zusammenhang mit Portfolioumschichtungen, bleiben hierbei unberücksichtigt.¹⁸ Eine Zunahme der Immobilienpreise um 10 % erhöht das Nettovermögen der privaten Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung im Schnitt um mehr als 10 %. Dagegen beläuft sich der positive Effekt eines solchen Anstiegs im vermögendsten Dezil lediglich auf rund 5 %, da diese Haushalte nicht so stark verschuldet sind und Immobilienvermögen einen geringeren Teil ihres Vermögens ausmacht. Mit steigendem Nettovermögen verringert sich somit tendenziell die Anfälligkeit gegenüber Immobilienpreisschwankungen, was auf den Effekt einer geringeren Verschuldung im Verhältnis zum Immobilienwert zurückzuführen ist (siehe Abbildung 5, Grafik a).

Indes wirken sich Bewertungsänderungen bei Anteilsrechten am oberen Ende der Vermögensverteilung am stärksten aus (siehe Abbildung 5, Grafik b). Darin

¹⁷ Ein Überblick über Schätzungen zu Vermögenseffekten findet sich in: EZB, Schätzungen zu Vermögenseffekten für das Euro-Währungsgebiet und die größten Euro-Länder, Kasten 2, in: [Vermögen und Konsum der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 1/2020.

¹⁸ Eine ausführliche Erläuterung findet sich in: K. Adam und P. Tzamourani, [Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area](#), European Economic Review, Bd. 89, 2016, S. 172-192.

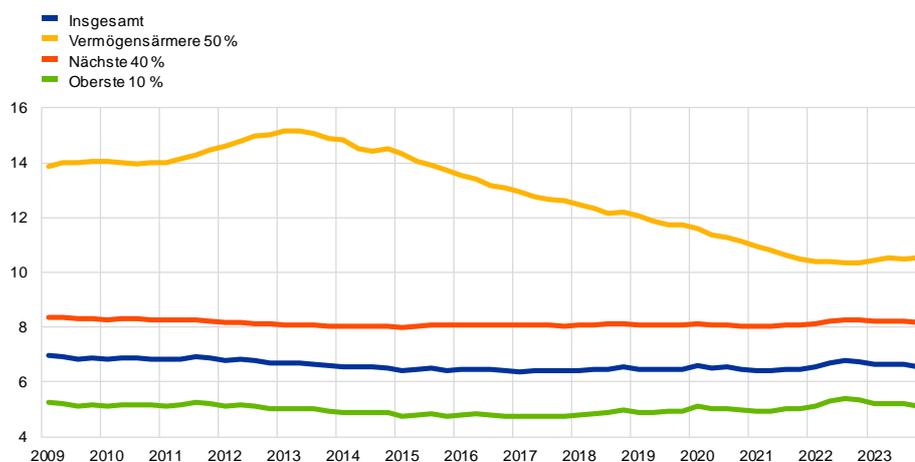
spiegelt sich die hohe Konzentration dieser Vermögensart bei den vermögenden Haushalten wider. Während steigende Immobilienpreise die Ungleichheit also für sich genommen tendenziell verringern würden, indem sie die weniger vermögenden Haushalte überproportional begünstigen, hätten Bewertungsgewinne bei Anteilsrechten den gegenteiligen Effekt.

Abbildung 5

Veränderungen des Nettovermögens entlang der Vermögensverteilung bei einem Vermögenspreisanstieg um 10 %

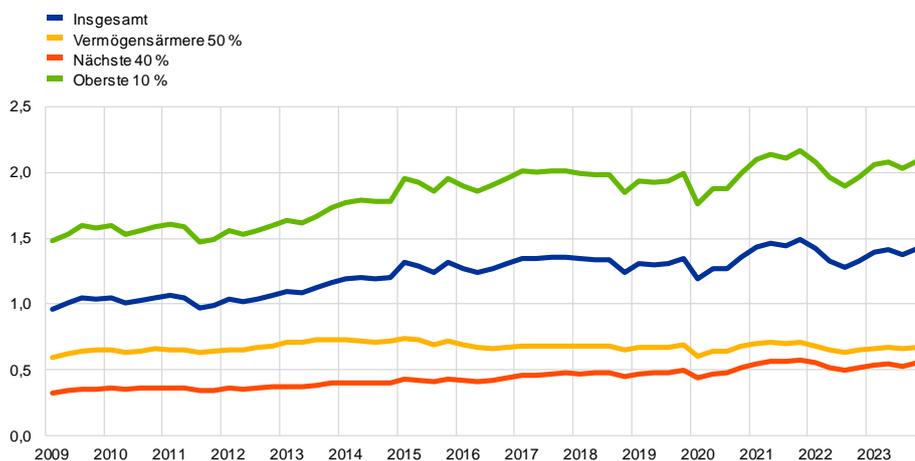
a) Nettovermögenszuwachs bei Anstieg der Immobilienpreise um 10 %

(in % des Nettovermögens)



b) Nettovermögenszuwachs bei Anstieg der Preise von Anteilsrechten um 10 %

(in % des Nettovermögens)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Reagibilität des Vermögens auf einen 10 %igen Anstieg der Immobilienpreise bzw. der Preise von Anteilsrechten basiert auf dem Anteil des Immobilienvermögens am Nettovermögen bzw. dem Anteil der Anteilsrechte am Nettovermögen. Das Vermögen von Anteilsrechten umfasst direkte und indirekte Engagements und stellt die Summe aus den Beständen an börsennotierten Aktien, finanziellem Betriebsvermögen sowie indirekten Beteiligungen über Anteile an Investmentfonds und Pensionsansprüche dar. Die indirekt gehaltenen Anteilsrechte der Privathaushalte über Investmentfondsanteile wird mithilfe einer look-through-basierten aggregierten Statistik der indirekt über Investmentfondsanteile gehaltenen Vermögenswerte der privaten Haushalte ermittelt. Bei Pensionsansprüchen wird dies als Anteil der Anteilsrechte am gesamten Finanzvermögen der Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen berechnet, einschließlich indirekter Engagements über die von ihnen gehaltenen Anteile an Investmentfonds. Im letzteren Fall wird bei den von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen gehaltenen Investmentfondsanteilen die gleiche look-through-basierte Quote der Anteilsrechte zugrunde gelegt wie bei den Investmentfondsanteilen der privaten Haushalte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

Gleichwohl ist der Anteil von Immobilien am Nettovermögen der privaten Haushalte im Zeitverlauf gesunken, da die weniger vermögenden Haushalte ihre Bilanzen konsolidiert haben. Der Schuldenabbau in den vergangenen zehn Jahren hat dazu geführt, dass der Anteil von Immobilien am Nettovermögen am vermögensärmeren Ende der Verteilung zurückgegangen ist. In einem Umfeld steigender Leitzinsen könnte dies wichtige Implikationen für die geldpolitische Transmission über die Vermögenspreise haben, da die weniger vermögenden Haushalte möglicherweise widerstandsfähiger gegenüber Korrekturen am Immobilienmarkt geworden sind, als sie es noch während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum waren.

Zwar profitierten Immobilieneigentümer in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung stärker von den höheren Immobilienpreisen, doch zugleich entschieden sich immer weniger Haushalte aus dieser Gruppe für den Erwerb von Wohneigentum, da sich dessen Finanzierbarkeit verschlechterte.

Abbildung 6 zeigt, dass Bewertungsänderungen des Immobilienvermögens ab 2015 für sich genommen zu einem überproportionalen Anstieg des Nettovermögens der vermögensärmere Hälfte der Verteilung geführt haben; bedingt war dies durch höhere Immobilienpreise, durch die sich der Marktwert von Immobilien sukzessive erhöhte.¹⁹ Dementsprechend haben die gestiegenen Immobilienpreise zu dem seit 2015 beobachteten Rückgang der Vermögensungleichheit beigetragen. Allerdings wirkten Immobilientransaktionen diesem Effekt teilweise entgegen, da die vermögensärmeren 50 % ihr Immobilienvermögen abbauten, während die vermögendsten Haushalte verstärkt Immobilien erwarben.²⁰ Darin spiegeln sich möglicherweise die Verteilungseffekte von Vermögensverlagerungen wider, denn die steigenden Immobilienpreise schränkten die Finanzierbarkeit von Wohneigentum für die weniger vermögenden Haushalte ein. Gestützt wird diese Schlussfolgerung durch die rückläufigen Wohneigentumsquoten und entsprechend höheren Mietquoten der weniger vermögenden Haushalte in Ländern wie Spanien, in denen es zu erheblichen Anpassungen am Immobilienmarkt kam.²¹ Die Anpassungen scheinen sich stärker auf die jüngeren Bevölkerungsschichten ausgewirkt zu haben, die ihre Verschuldung und ihr Wohneigentum in Krisenzeiten auf ein Niveau senkten, das näher am Durchschnitt des Euroraums lag.²²

¹⁹ Dies steht im Einklang mit den Feststellungen in K. Adam und P. Tzamourani, a. a. O.

²⁰ Der rückläufige Verschuldungsgrad der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung steht im Einklang mit einer geringeren Teilhabe am Immobilienmarkt. Diese ist höchstwahrscheinlich dadurch bedingt, dass Wohneigentum vor dem Hintergrund der gestiegenen Immobilienpreise sowie zuletzt auch der höheren Zinsen und strafferen Kreditbedingungen inzwischen weniger erschwinglich geworden ist.

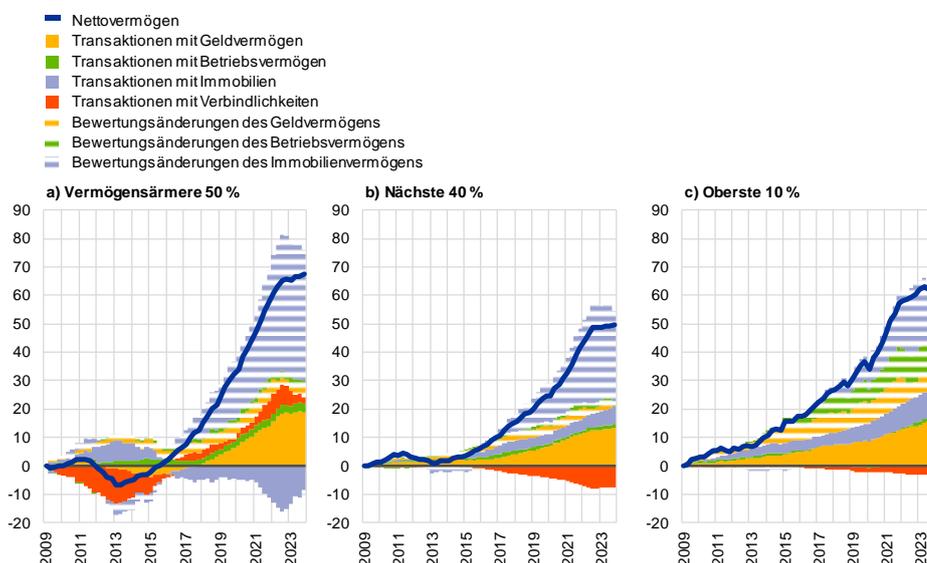
²¹ Siehe Banco de España, [Recent developments in the rental housing market in Spain](#), Economic Bulletin, Ausgabe 3, 2019.

²² Diese Normalisierung ist zum Teil auf eine strengere makroprudenzielle Regulierung und restriktivere Kreditvorschriften zurückzuführen.

Abbildung 6

Kumulative Auswirkungen von Transaktionen und Neubewertungen auf das Nettovermögen entlang der Vermögensverteilung

(kumulierte Veränderung des Nettovermögens in % seit dem 1. Quartal 2009; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz, vierteljährliche Sektorkonten) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Bewertungseffekte bei den einzelnen Vermögensinstrumenten werden anhand der aggregierten vierteljährlichen Sektorkonten berechnet. Dabei werden die vierteljährlichen Transaktionen von den Bestandsveränderungen subtrahiert, die neben den Transaktionen auch Bewertungsänderungen und sonstige Veränderungen umfassen. Die Bewertungsänderungen des Immobilienvermögens werden ermittelt, indem die Sachkapitalbildung bezüglich des Immobilienvermögens (näherungsweise bestimmt durch die Bruttoanlageinvestitionen der privaten Haushalte zuzüglich des Nettozugangs an nicht produzierten Vermögensgütern abzüglich der Abschreibungen) von den Veränderungen des Immobilienvermögens (näherungsweise bestimmt durch die Veränderung des Nettoanlagevermögens einschließlich Grund und Boden) subtrahiert werden. Die Bewertungsänderungen des Betriebsvermögens werden anhand eines gewichteten Durchschnitts der Deflatoren für Ausrüstungsinvestitionen und für die Preise gewerblicher Immobilien berechnet. In einem nächsten Schritt werden diese anhand der vierteljährlichen Sektorkonten berechneten Bewertungsänderungen hinsichtlich der einzelnen Vermögensinstrumente jedem Dezil der Vermögensverteilung proportional (als vierteljährliche prozentuale Veränderungen) gemäß den jeweils anteilig gehaltenen Beständen an dem instrumentenspezifischen Gesamtvolumen zugewiesen. Somit können schließlich die Bestände in Bewertungseffekte (einschließlich sonstiger Veränderungen) und fiktive um Bewertungseffekte bereinigte Bestände (abgeleitet aus der Kumulation der zugrunde liegenden Transaktionen) zerlegt werden. Bei den Verbindlichkeiten wird unterstellt, dass sie ausschließlich aus Transaktionen resultieren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

5 Einfluss der Inflation und der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung

Die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva entlang der Vermögensverteilung bestimmt maßgeblich, wie sehr sich hohe Inflationsraten auf die Vermögensungleichheit auswirken. Eine unerwartet hohe Inflation kann die Vermögensungleichheit verringern, weil sich dadurch der Realwert nominaler Vermögenswerte und Verbindlichkeiten verändert, was zu einer Vermögensumverteilung von Gläubigern zu Schuldnern führt. Dieser Mechanismus wird als „Fisher-Kanal“ bezeichnet.²³ Er ist allerdings nur dann vollständig wirksam, wenn sich die Einkommen an die Inflation anpassen und sich dadurch die Zahlungsbelastung der verschuldeten Haushalte verringert, die gewöhnlich am vermögensärmeren Ende der Verteilung angesiedelt sind. Wenn eine höhere unerwartete Inflation die realen Zinserträge der Haushalte mit niedrigem und

²³ Siehe I. Fisher, *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*, Bd. 1, Nr. 4, 1933, S. 337-357.

mittlerem Einkommen verringert und das Gewinneinkommen der Haushalte mit hohem Einkommen vergrößert, wird der Fisher-Kanal indes geschwächt.²⁴

Um die Auswirkungen eines Inflationsschocks auf die Vermögensverteilung zu beurteilen, werden Veränderungen des realen Nettovermögens aufgeschlüsselt in die Beiträge von Transaktionen, realen Bewertungseffekten und inflationsbedingter Erosion.²⁵ So lässt sich quantifizieren, wie sich die

nominale Erosion der einzelnen Komponenten des realen Nettovermögens (die bei den nominalen Aktiva eine negative und bei den nominalen Verbindlichkeiten eine positive Wirkung aufweist) in der Phase hoher Inflation ab Mitte 2021 über die Vermögensverteilung hinweg auf das reale Nettovermögen insgesamt auswirkte. Dazu wird die Zerlegung der kumulierten Veränderung des Nettovermögens zwischen zwei Zeitpunkten – dem Ende des Stichprobenzeitraums (viertes Quartal 2023) und dem Beginn des Inflationsanstiegs im zweiten Quartal 2021 – ex post in drei Komponenten aufgeschlüsselt: die Transaktionskomponente, die Entwicklung der realen Vermögenspreise und die (inflationsbedingte) Erosionskomponente. Die erste und zweite Komponente ähneln den in Abbildung 6 dargestellten Komponenten. Sie zeichnen die Effekte der Ersparnisse und Bewertungsänderungen auf die Vermögensbildung nach (allerdings in realer Rechnung). Die dritte Komponente quantifiziert die inflationsbedingte Erosion des realen Wertes der Aktiva und Passiva, bei denen die Zins- bzw. Tilgungszahlungen nominal im Voraus festgelegt werden (Einlagen und Schulden).

Das reale Nettovermögen ist seit Mitte 2021 über die gesamte Vermögensverteilung hinweg gesunken. Dabei wurden die Verluste der vermögensärmeren Haushalte jedoch durch die höhere Inflation gedämpft, weil ihre Verbindlichkeiten dadurch in realer Rechnung stärker schrumpften als ihre Einlagen, während sich die Verluste der vermögenderen Haushalte zugleich verstärkten (siehe Abbildung 7). Dieser Effekt spiegelt die

verteilungsbedingten Unterschiede der Netto-Nominalpositionen hinsichtlich der Aktiva und Passiva mit nominal festgelegten Konditionen wider, aber auch die Heterogenität der Nettoersparnisse, abgebildet durch die Transaktionskomponente. Die vermögensärmeren Haushalte haben als Gruppe unter dem Strich weniger Einlagen als Schulden. Folglich erodieren ihre Verbindlichkeiten durch die Inflation stärker als ihre nominal denominierten Vermögenswerte (d. h. Einlagen), während bei vermögenderen Haushalten das Gegenteil der Fall ist. Dieser Effekt erfasst die daraus resultierende Vermögensumverteilung von Sparern hin zu Schuldern allerdings nur mechanisch über die entsprechenden Bilanzpositionen. Andere Effekte wie Zinseinkommensströme und Schuldentrückzahlungen bleiben hingegen unberücksichtigt, ebenso wie Unterschiede innerhalb der Vermögensgruppen, die

²⁴ Eine detailliertere Erörterung der Stärke des Fisher-Kanals im Kontext steigender Inflation findet sich in: A. Erosa und G. Ventura, [On inflation as a regressive consumption tax](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 49, Ausgabe 4, 2002, S. 761-795; B. Heer und B. Süßmuth, [Effects of inflation on wealth distribution: Do stock market participation fees and capital income taxation matter?](#), Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 31, Ausgabe 1, 2007, S. 277-303.

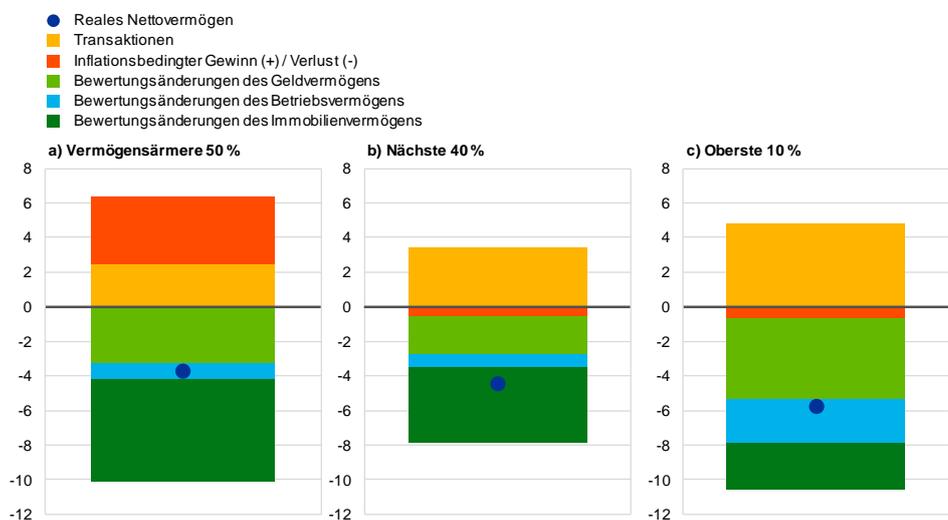
²⁵ Der Ansatz basiert auf Gleichung 1 in: L. Infante, D. Loschiavo, A. Neri, M. Spuri und F. Vercelli, [The heterogeneous impact of inflation across the joint distribution of household income and wealth](#), Occasional Paper Series der Banca d'Italia, Nr. 817, 2023.

darauf zurückzuführen sind, dass nicht alle privaten Haushalte verschuldet sind.²⁶ Am oberen Ende der Vermögensverteilung haben die realen Vermögensverluste in den letzten zweieinhalb Jahren zugenommen, obwohl die Ersparnisse stärker zum Nettovermögen beitrugen und die Verluste aufgrund sinkender realer Immobilienpreise geringer ausfielen. Dieses Ergebnis ist vor allem auf Bewertungsänderungen des Geldvermögens ohne Einlagen (z. B. Aktien und Schuldverschreibungen) sowie des Betriebsvermögens zurückzuführen, wo es im Zuge der steigenden Zinsen zu größeren realen Verlusten kam.

Abbildung 7

Veränderungen des realen Nettovermögens seit dem 2. Quartal 2021 und Beiträge der einzelnen Faktoren

(kumulierte Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz, vierteljährliche Sektorkonten) und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Zerlegung basiert auf L. Infante et al., a. a. O. Das Nettovermögen ist mit dem Deflator des privaten Konsums deflationiert. Zu den stark inflationsexponierten Instrumenten (mit im Voraus nominal festgelegten Konditionen) zählen Einlagen und Verbindlichkeiten (Wohnungsbaukredite und übrige Kredite). Der Nettoeffekt des Einflusses der höheren Inflation auf die Einlagen (negativ) und Verbindlichkeiten (positiv) wird aggregiert als „inflationsbedingter Gewinn (+) / Verlust (-)“ ausgewiesen. Bei allen anderen Vermögenswerten basieren die Bewertungseffekte auf den Beiträgen der kumulierten realen Vermögenspreisänderungen auf Ebene der einzelnen Instrumentenklassen, wobei die mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben deflationierten aggregierten vierteljährlichen Sektorkonten als Datengrundlage dienen. Die Beiträge werden anhand der instrumentenspezifischen nominalen Bewertungsänderungen ermittelt und für den Zeitraum ab dem zweiten Quartal 2021 auf die ausstehenden Instrumentenpositionen der einzelnen Vermögensdeziele angewendet. Unter „Bewertungsänderungen des Geldvermögens“ werden die Effekte der realen Neubewertung von Vermögenspreisen für alle finanziellen Vermögenswerte (d. h. börsennotierte Aktien, Anteile an Investmentfonds, Schuldverschreibungen und Versicherungsansprüche) zusammengefasst (mit Ausnahme von Einlagen). „Bewertungsänderungen des Betriebsvermögens“ bezieht sich auf die Summe aus finanziellem und nichtfinanziellem Betriebsvermögen. Die Transaktionen ergeben sich als Restgröße und erfassen den gruppenweiten Zugang von Instrumenten über den betrachteten Zeitraum.

Was die Auswirkungen der Geldpolitik anbelangt, so können Veränderungen der Vermögensverteilung zwischen den privaten Haushalten vor allem über zwei Kanäle erfolgen. Der erste Kanal betrifft die Vermögenspreise. Die Größe und

²⁶ Beispielsweise können die Vorteile, die den weniger vermögenden Haushalten im Falle einer höheren Inflation dadurch entstehen, dass ihre Verbindlichkeiten höher sind als ihre Einlagen, durch ihr höheres nicht abgesichertes Zinsrisiko neutralisiert werden. Das macht sie im Vergleich zu vermögendere Haushalten anfälliger für Verluste durch sinkende Nettozinserträge, wenn die Geldpolitik als Reaktion auf die hohe Inflation die Zinsen erhöht. Solche Effekte dürften von der Verbreitung variabel verzinslicher Hypothekarkredite abhängen sind dementsprechend von Land zu Land sehr unterschiedlich. Siehe P. Tzamourani, *The interest rate exposure of euro area households*, European Economic Review, Bd. 132, 2021. Neben ihren Auswirkungen auf das Nettozinsergebnis würden höhere Zinsen auch die Vermögenserosion begrenzen, weil sie eine Verringerung der Inflation bewirken. Als weitere Einschränkung gilt es zu beachten, dass die mögliche Existenz gruppenspezifischer Inflationsraten über die Vermögensverteilung hinweg in der Analyse nicht berücksichtigt wird.

Zusammensetzung der Vermögensbestände im Euroraum impliziert, dass manche Haushalte über höhere Bestände langfristiger Vermögenswerte verfügen. Diese Haushalte sind stärker von (Vermögens-)Preisbewegungen betroffen, die im Zusammenhang mit der geldpolitischen Ausrichtung stehen (siehe auch Abschnitt 4).²⁷ Der zweite Kanal bezieht sich auf die Verzinsung von Ersparnissen und die Finanzierungskosten. Zinsänderungen wirken sich auf Nettogläubiger und Nettoschuldner unterschiedlich aus. Während über die Auswirkungen auf die Einkommensverteilung weitgehend Einvernehmen besteht, sind die Effekte auf die Vermögensverteilung weniger eindeutig und die Forschungsergebnisse recht uneinheitlich. So deuten einige verfügbare Analysen auf einen insgesamt begrenzten Effekt der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung hin, während andere Studien zu dem Schluss kommen, dass die Vermögensungleichheit infolge einer unkonventionellen expansiven Geldpolitik zunimmt.^{28,29}

Empirische Belege lassen darauf schließen, dass die geldpolitische Straffung über die gesamte Vermögensverteilung hinweg einen dämpfenden Effekt hatte.

Veränderungen der Vermögenspreise wirken sich unmittelbar auf die Bilanzen der privaten Haushalte aus.³⁰ Nach Beginn der geldpolitischen Straffung gingen die Preise von Anteilsrechten zunächst in den ersten drei Quartalen 2022 zurück, erholten sich anschließend aber kräftig. Die Immobilienpreise, die in der Regel nicht so stark schwanken, begannen hingegen erst später als Reaktion auf die höheren Zinsen deutlicher zu sinken. Auf Ebene des Euroraums insgesamt blieb ihr Rückgang allerdings moderat, wohinter sich jedoch heterogene Entwicklungen in den einzelnen Ländern verbargen. Anhand lokaler Projektionen im Rahmen eines linearen Panel-Modells werden die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die Vermögensverteilung bewertet, wobei der Schwerpunkt auf dem Immobilienvermögens- und dem Geldvermögenskanal liegt.³¹ Empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass eine geldpolitische Straffung einen dämpfenden Effekt hat, der über die Vermögensverteilung hinweg unterschiedlich

²⁷ Siehe auch R. O'Farrell, L. Rawdanowicz und K. Inaba, [Monetary Policy and Inequality](#), Working Paper des OECD Economics Department, Nr. 1281, 2016.

²⁸ Einen begrenzten Effekt der unkonventionellen geldpolitischen Lockerung auf die Vermögensungleichheit im Euroraum konstatieren M. Lenza und J. Slacalek, [How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area](#), Journal of Applied Econometrics, April 2024. Für eine Untersuchung des Vermögens der privaten Haushalte in Italien siehe M. Casiraghi, E. Gaiotti, L. Rodano und A. Secchi, [A 'reverse Robin Hood?' The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households](#), Journal of International Money and Finance, Bd. 85, 2018, S. 215-235. Eine Analyse für die Vereinigten Staaten findet sich in: D. L. Greenwald, M. Leombroni, H. Lustig und S. Van Nieuwerburgh, [Financial and total wealth inequality with declining interest rate](#), Working Paper des NBER, Nr. 28613, 2021. Hinweise auf eine zunehmende Vermögensungleichheit im Euroraum im Gefolge der unkonventionellen geldpolitischen Lockerung liefern C. De Luigi, M. Feldkircher, P. Poyntner und H. Schubert, [Quantitative easing and wealth inequality: the assets price channel](#), Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 85, Ausgabe 3, 2023, S. 638-670.

²⁹ Eine Erörterung der Verteilungseffekte der Geldpolitik auf das Vermögen findet sich in: BIZ, [The distributional footprint of monetary policy](#), Annual Economic Report, Juni 2021.

³⁰ Die Auswirkungen niedrigerer/höherer Zinssätze auf die Kapitalgewinne/-verluste hängen davon ab, ob die Aktiva eine längere Laufzeit haben als die Passiva; siehe EZB, [Geldpolitik und Ungleichheit](#), Wirtschaftsbericht 2/2021, sowie EZB, [Folgen des jüngsten Inflationsschubs für die privaten Haushalte](#), Wirtschaftsbericht 3/2023.

³¹ Die auf lokalen Projektionen beruhenden Modelle basieren auf O. Jordà, [Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#), American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, 2005, S. 161-182.

stark ausgeprägt ist.³² Insgesamt büßten alle Haushaltsgruppen an Nettovermögen ein (siehe Abbildung 8, Grafik a). Dabei erleiden die Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung aufgrund gesunkener Immobilienpreise vor allem über das Immobilienvermögen Einbußen. Bei den nächsten 40 % und insbesondere bei den obersten 10 % erfolgten die Verluste vor allem über den Kanal des Geldvermögens, während die Immobilienpreise hier eine geringere Rolle spielen. Obwohl das Nettovermögen der letztgenannten Gruppe anfänglich vergleichsweise stärker auf den geldpolitischen Schock reagiert, erholt es sich allerdings tendenziell rascher. Dies steht damit im Einklang, dass Preise von Anteilsrechten schneller wieder anziehen als Immobilienpreise (siehe Abbildung 8, Grafik b). Insgesamt scheint die geldpolitische Straffung über die gesamte Vermögensverteilung hinweg dämpfend zu wirken, wobei der Immobilienvermögenskanal für die weniger vermögenden Haushalte eine vergleichsweise größere Rolle spielt, wohingegen bei den vermögendsten Haushalten eher die finanziellen Kanäle relevant sind.³³

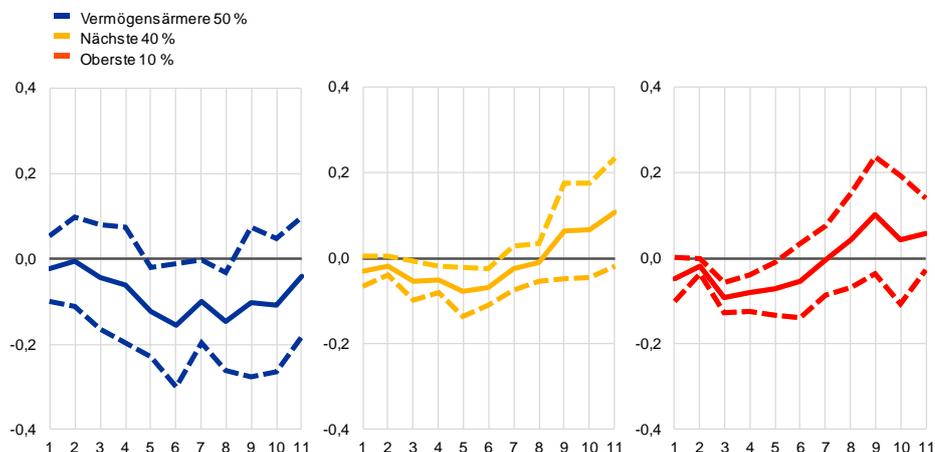
³² Da sich die vorliegende Analyse auf bestimmte in der verteilungsbasierten Vermögensbilanz ausgewiesene Vermögensgruppen konzentriert, ist es schwierig, die allgemeinen Implikationen der Ergebnisse für die Vermögensungleichheit insgesamt zu beurteilen. Die bestehende Fachliteratur legt die Vermutung nahe, dass die Ergebnisse auch von den verwendeten Messgrößen der Ungleichheit abhängen könnten (siehe De Luigi et al., a. a. O.).

³³ Allerdings unterliegen die Ergebnisse einigen Einschränkungen – zum einen aufgrund des begrenzten Umfangs der Stichprobe der Daten aus der verteilungsbasierten Vermögensbilanz und zum anderen, weil die Analyse von anderen potenziell wichtigen allgemeinen Gleichgewichtseffekten abstrahiert.

Abbildung 8 Auswirkungen der Geldpolitik

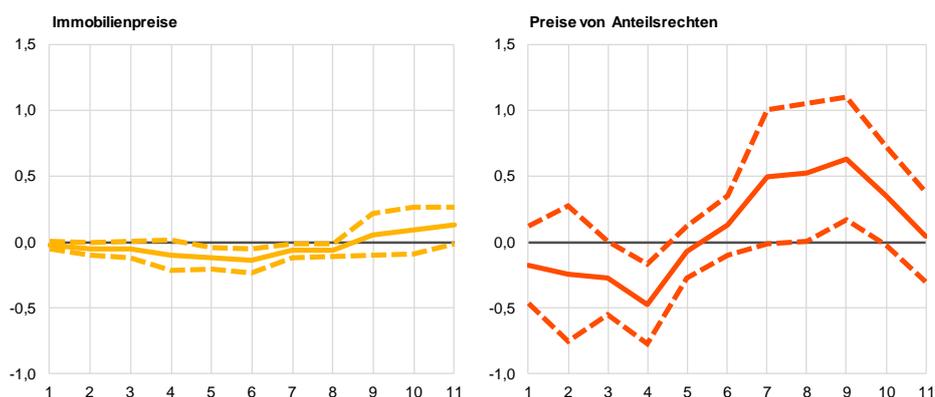
a) Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf das Nettovermögen

(in %)



b) Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf das Nettovermögen

(in %)



Quellen: EZB (verteilungsbasierte Vermögensbilanz), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Ergebnisse lokaler Projektionen im Rahmen eines Panel-Modells für die fünf größten Euro-Länder (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande). Das Modell beruht auf einer (unbalancierten) Stichprobe für den Zeitraum vom vierten Quartal 2009 bis zum vierten Quartal 2023 und berücksichtigt länderspezifische fixe Effekte. Die Nettovermögen der drei relevanten Gruppen der Vermögensverteilung (der vermögensärmeren 50 %, der nächsten 40 % und der obersten 10 %) fließen als abhängige Variablen in das Modell ein. Geldpolitische Schocks, definiert als geldpolitische Überraschungen, die sich in Veränderungen der einjährigen risikofreien Zinssätze für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätze) rund um die geldpolitischen Ankündigungen der EZB widerspiegeln (siehe C. Altavilla et al. (2019)), gehen als exogene Variable ein.³⁴ Gemäß dem Ansatz von M. Lenza und J. Slacalek, a. a. O., wurden neben dem realen BIP, dem Kurzfristzins und der Inflation auch die Preise von Vermögenswerten (Immobilien und Aktien) in das Modell aufgenommen. Grafik b zeigt die Ergebnisse lokaler Projektionen im Rahmen eines linearen Panel-Modells, in dem die Vermögenspreise als abhängige Variablen berücksichtigt sind. Das Modell umfasst neben vier Verzögerungen der abhängigen Variablen auch Verzögerungen der Kontrollvariablen. Die gestrichelten Linien markieren das Konfidenzintervall von 95 %. Die Ergebnisse in Bezug auf die vermögensspezifischen Instrumente für die drei Gruppen der Vermögensverteilung stimmen mit den Ergebnissen in Abbildung 8, Grafik a überein. Sie zeigen, dass das Immobilienvermögen bei den Haushalten in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung im Verhältnis etwas stärker sinkt, während sich das Geldvermögen bei den obersten 10 % stärker verringert.

³⁴ Siehe C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gürkaynak, R. Motto und G. Ragusa, [Measuring euro area monetary policy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2281, 2019. Die Ergebnisse erweisen sich auch dann als robust, wenn – wie bei C. Altavilla et al. (2019) – bei verschiedenen geldpolitischen Instrumenten längere Laufzeiten verwendet werden oder wenn andere geldpolitische Schocks zugrunde gelegt werden, wie beispielsweise in M. Jarociński und P. Karadi, [Deconstructing Monetary Policy Surprises – the role of Information Shocks](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 12, Nr. 2, 2020, S. 1-43.

6 Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz wird die neue verteilungsbasierte Vermögensbilanz vorgestellt. Er liefert Belege für die Heterogenität des Vermögens der privaten Haushalte. Die Vermögenskonzentration im Euroraum verringerte sich von 2015 bis 2023, da sich das Vermögen der Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung schneller erholte als das der obersten 10 %, wenngleich ausgehend von einem relativ niedrigeren Niveau. Die Vermögensbildung der weniger vermögenden 50 % der Privathaushalte wurde durch einen vergleichsweise rascheren Wertzuwachs des Geld- und Immobilienvermögens gestützt. Zusätzlich führten diese Haushalte aber auch ihren Verschuldungsgrad zurück, was die Schuldenlast verringerte und ihre Bilanzen stärkte. Die Vermögensungleichheit im Euroraum ist nach wie vor deutlich geringer als in den Vereinigten Staaten. Die gestiegenen Immobilienpreise könnten die Ungleichheit im Euroraum insgesamt seit 2015 verringert haben, da sie den Haushalten in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung stärker zugutekamen, wobei jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen. Dadurch wurden die Auswirkungen von Immobilientransaktionen, die vermutlich einen gegenteiligen Effekt hatten, mehr als ausgeglichen. Bei den Immobilientransaktionen verringerten die weniger vermögenden Haushalte ihr Immobilienvermögen, während die vermögendsten Haushalte entsprechendes Vermögen aufbauten.

Anhand der verteilungsbasierten Vermögensbilanz werden zudem die Auswirkungen des jüngsten Inflationsanstiegs und der anschließenden geldpolitischen Straffung auf die Vermögensverteilung bewertet. Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass die Bilanzen der weniger vermögenden Haushalte in geringerem Umfang durch den jüngsten Inflationsschub belastet wurden, da ihre Schulden die Einlagen übersteigen und somit die Verbindlichkeiten in realer Rechnung stärker schrumpften. Indessen waren die vermögenderen Haushalte eher von größeren Einbußen beim realen Nettovermögen betroffen, die sich infolge von Realwerteffekten der finanziellen Vermögenswerte ergaben. Hierbei konnten die nominalen Bewertungsänderungen der verschiedenen finanziellen Vermögenswerte nicht mit der Inflation Schritt halten. Bei beiden Gruppen dürfte es durch die geldpolitische Straffung zu nominalen Nettovermögensverlusten gekommen sein. Während die Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Vermögensverteilung aufgrund gesunkener Immobilienpreise im Euroraum insgesamt Einbußen beim Immobilienvermögen erlitten haben dürften, betrafen die Verluste bei den Haushalten in den nächsten 40 % und insbesondere in den obersten 10 % der Verteilung wohl vor allem das Geldvermögen und weniger das Immobilienvermögen.

3 Analyse der empirischen Prognosegüte der Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems seit dem Jahr 2000

Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Willi Krause, Bettina Landau und Antoine Sigwalt

1 Einleitung

Prognosen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sind für die Gestaltung der Geldpolitik durch die Zentralbanken von wesentlicher Bedeutung.

Inflationsprognosen ermöglichen es der EZB, die Risiken nennenswerter Abweichungen von ihrem mittelfristigen Inflationsziel von 2 % zu antizipieren und ihre geldpolitischen Instrumente proaktiv anzupassen, um den Risiken entgegenzuwirken. Aufgrund zeitlich variabler Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Schocks auf die Wirtschaft sind mittelfristige Vorhersagen besonders wichtig, um die Geldpolitik zeitnah anpassen zu können.¹

Die Prognosen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems hängen von einer Reihe von Annahmen ab, und Fehler bei diesen Annahmen stellen potenzielle Schlüsselfaktoren für Prognosefehler dar. Sowohl kurz- als auch mittelfristige Inflationsprognosen sind annahmenbasiert. Solche bedingten Prognosen werden als Projektionen bezeichnet. Die Annahmen umfassen Variablen, die sich auf das internationale Umfeld, die Rohstoffpreise, die Wechselkurse und die Zinssätze beziehen. Das bedeutet, dass sich bei signifikanten Abweichungen der konditionierenden Annahmen von den tatsächlichen Ergebnissen in den Vorausberechnungen große Projektionsfehler bei den relevanten Variablen (z. B. Inflation und Wachstum) ergeben können. Fehler bei den konditionierenden Annahmen erweisen sich häufig als wesentlicher Faktor, auf den Projektionsfehler zurückzuführen sind. Weitere Faktoren ergeben sich daraus, dass nicht absehbare wirtschaftliche Schocks auftreten oder diese zumindest nicht im eingetretenen Ausmaß erwartet wurden, dass Modelle fehlspezifiziert wurden, da sich mit einigen Modellen selbst bei perfekter Prognostizierung der Schocks möglicherweise deren Transmission auf die übrige Wirtschaft nicht korrekt simulieren lässt, oder dass Unzulänglichkeiten bei der Beurteilung durch Fachleute bestehen, die zur Behebung einiger dieser Prognosebeschränkungen herangezogen werden.

Der jüngste Inflationsschub ging mit signifikanten Projektionsfehlern seitens der Fachleute der EZB/des Eurosystems einher. Dadurch wird deutlich, dass Prognosefehler konstant überwacht und analysiert werden müssen, um ihre Auswirkungen auf die Projektionen zu verstehen. Die festgestellten großen Projektionsfehler in Bezug auf die Inflation wurden 2022 und 2023 jeweils in einem Kasten im Wirtschaftsbericht der EZB analysiert, ebenso wie die Verbesserung der

¹ Weitere Einzelheiten zu den von der EZB/dem Eurosystem erstellten Projektionen finden sich in: EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), Juli 2016.

Projektionen, die mit dem jüngsten Rückgang der Inflation zusammenfiel, die Gegenstand eines Kastens Anfang 2024 war.² Im Fokus stand jeweils die Prognosegüte. Andere Studien nahmen auch verschiedene Eigenschaften der Projektionen der EZB/des Eurosystems in den Blick, beispielsweise deren Erwartungstreue und Effizienz.³ Prognosen gelten dann als effizient, wenn sich die Prognosefehler nicht durch andere Informationen, die zum Prognosezeitpunkt vorliegen, erklären lassen. Eine Prognose, die sowohl erwartungstreu als auch effizient ist, wird als rational bezeichnet.⁴ Kontogeorgos und Lambrias kamen zu dem Schluss, dass die Inflationsprojektionen der EZB/des Eurosystems rational sind.⁵ Allerdings lag der betrachtete Stichprobenzeitraum vor der Corona-Pandemie und den nachfolgenden atypischen Schocks, die die Weltwirtschaft und vor allem die Volkswirtschaften des Euroraums trafen. Darüber hinaus stützte sich die Untersuchung vor allem auf Standardtests, die eine zeitvariable Prognosegüte nicht berücksichtigen.

Der vorliegende Aufsatz ergänzt die bisherigen Analysen von Fehlern in den Inflationsprognosen der EZB/des Eurosystems in dreifacher Hinsicht. Erstens wird der Zeitrahmen erweitert, sodass Daten von Anfang 2000 bis Anfang 2024 berücksichtigt werden. Damit bietet sich ein umfassenderes Bild der Projektionsgüte der von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen. Zweitens werden im Rahmen einer tiefer greifenden Analyse auch die Eigenschaften der Inflationsprojektionen evaluiert. Die herangezogenen Tests sind gegenüber einem instabilen Umfeld, in dem sich die Prognosegüte eines Modells im Zeitverlauf verschieben kann, robust (siehe Kasten 1). Drittens werden auch Faktoren betrachtet, die die Projektionseigenschaften der HVPI-Gesamtinflation erklären könnten. Dazu werden a) die HVPI-Komponenten Nahrungsmittel und Energie sowie der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) analysiert, und b) die Bedeutung bestimmter konditionierender Annahmen untersucht. Letzteres steht in direktem Zusammenhang mit der Konditionierung der Projektionen. Bei der Analyse der HVPI-Komponenten wird indes ein Bottom-up-Ansatz verfolgt, da die Projektionen der EZB/des Eurosystems für die HVPI-Inflation aus der Aggregation verschiedener projizierter HVPI-Komponenten abgeleitet werden.

Insgesamt enthält der Aufsatz eine umfassende empirische Analyse der von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen für die Inflation im Euroraum seit Anfang 2000. In Abschnitt 2 werden die zur Durchführung der Analyse verwendeten Daten vorgestellt. Ferner wird beurteilt, wie gut die

² Siehe EZB, [Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2022; EZB, [Aktualisierte Bewertung der kurzfristigen Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2023; EZB, [Genauigkeit der jüngsten Projektionen von Fachleuten des Eurosystems bzw. der EZB zur kurzfristigen Inflationsentwicklung – ein Update](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2024.

³ Siehe beispielsweise E. Argiri, S. G. Hal, A. Momtsia, D. M. Papadopoulou, I. Skotida, G. S. Tavlas und Y. Wang, An evaluation of the inflation forecasting performance of the European Central Bank, the Federal Reserve, and the Bank of England, *Journal of Forecasting*, Bd. 43(4), 2024, S. 932-947; E. Granziera, P. Jalasjoki und M. Paloviita, The Bias of the ECB Inflation Projections: A State-Dependent Analysis, Working Paper der Norges Bank, Nr. 11/2024, 2024.

⁴ Siehe J. Mincer und V. Zarnowitz, The Evaluation of Economic Forecasts, in: J. Mincer, (Hrsg.), *Economic Forecasts and Expectations: Analysis of Forecasting Behavior and Performance*, National Bureau of Economic Research, 1969, S. 3-46.

⁵ Siehe G. Kontogeorgos und K. Lambrias, Evaluating the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections: The first 20 years, *Journal of Forecasting*, Bd. 41(2), 2022, S. 213-229.

Projektionen der EZB/des Eurosystems im Vergleich zu den Vorhersagen anderer Prognostiker abschneiden und welche Rolle Fehler bei den konditionierenden Annahmen spielen. Abschnitt 3 enthält eine Beurteilung der Prognosegüte der Projektionen der EZB/des Eurosystems in absoluter Rechnung. Hierzu werden die Projektionseigenschaften sowohl für die Gesamtinflation als auch die Inflationskomponenten erörtert und die maßgeblichen Fehlerfaktoren untersucht.

Kasten 1

Beurteilung einer im Zeitverlauf variierenden Prognosegüte mittels Schwankungstest und Schwankungsrationalitätstest

Zur Beurteilung einer im Zeitverlauf variierenden Prognosegüte („Instabilität“) können zwei Tests verwendet werden: a) der Schwankungsrationalitätstest (nach Rossi und Sekhposyan), mit dem die absolute Prognosegüte bewertet und insbesondere die Prognoserationalität (Erwartungstreu und Effizienz) getestet werden können, und b) der Schwankungstest (nach Giacomini und Rossi), mit dem die Prognosegüte zweier konkurrierender Projektionen (relative Prognosegüte) verglichen werden kann.⁶

Schwankungsrationalitätstest

Beim Schwankungsrationalitätstest nach Rossi und Sekhposyan handelt es sich um einen regressionsbasierten Test (siehe Mincer und Zarnowitz sowie West und McCracken).⁷ Mit seiner Hilfe können verschiedene Annahmen über die Prognosen getestet werden, wenn Instabilitäten vorhanden sind. In der Praxis wird der Prognosefehler einer h-Schritt-Prognose ($\hat{y}_{t+h|t}$) auf eine Vektorfunktion g_t regressiert:

$$y_{t+h} - \hat{y}_{t+h|t} = \theta g_t + \eta_{t+h}$$

Hierbei sei y_{t+h} die damit verbundene Realisierung. Bei allen Tests wird die Nullhypothese $H_0: \theta = 0$ gegen $H_A: \theta \neq 0$ anhand der Standard-Wald-Statistik mit unterschiedlichen Werten für g_t getestet. Um zu prüfen, ob die Prognosefehler im Durchschnitt den tatsächlich beobachteten Werten entsprechen, die Prognose also erwartungstreu ist, sei $g_t = 1$. Die Prüfung der Effizienz der Vorhersage beinhaltet die Überprüfung, ob zum Zeitpunkt der Prognose keinerlei relevante Informationen vorlagen, die den Prognosefehler erklären. Konkret wird im Hinblick auf die Effizienz beispielsweise getestet, ob sich die Prognosen zu reibungslos an makroökonomische Schocks anpassen und auf neue Informationen nicht ausreichend reagieren. Dies ist der Fall, wenn sich Projektionsfehler teilweise durch Prognoserevisionen erklären lassen. In diesem sogenannten Oversmoothing-Test ist $g_t = \hat{y}_{t+h|t} - \hat{y}_{t+h|t-1}$.

Einer der wichtigsten Mehrwerte des Tests nach Rossi und Sekhposyan ist die Möglichkeit, kritische Werte für Statistiken abzuleiten, die für rollierende Zeitfenster berechnet werden. Damit kann die im Zeitverlauf variierende Prognoserationalität überprüft werden. Die kritischen Werte hängen von der Größe der rollierenden Zeitfenster sowie der Größe der Stichprobe ab. Diese Methode vermeidet die Fallstricke bei der Glättung von Instabilitäten und ermöglicht somit eine genauere Einschätzung

⁶ Siehe B. Rossi und T. Sekhposyan, Forecast Rationality Tests in the Presence of Instabilities, with Applications to Federal Reserve and Survey Forecasts, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 31(3), 2016, S. 507-532; R. Giacomini und B. Rossi, Forecast comparisons in unstable environments, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 25(4), 2010, S. 595-620.

⁷ Siehe J. Mincer und V. Zarnowitz a. a. O.; K. D. West und M. W. McCracken, Regression-Based Tests of Predictive Ability, *International Economic Review*, Bd. 39(4), 1998, S. 817-840.

der Prognoserationalität bei bestehenden Instabilitäten. Die Nullhypothese wird verworfen, wenn die Teststatistik den kritischen Wert über die Menge rollierender Zeitfenster hinweg mindestens einmal überschreitet. Dieser Test kann eine bessere Evidenz für die Rationalität von Prognosen hervorbringen als herkömmliche Tests.

Schwankungstest

Der Schwankungstest nach Giacomini und Rossi untersucht die lokale relative Prognosegüte zweier konkurrierender Prognosen im Zeitverlauf unter Verwendung rollierender Zeitfenster. Er ist an die als Standard geltenden Tests von Diebold und Mariano sowie Giacomini und White angelehnt. Die Tests werden dabei über rollierende Zeitfenster hinweg durchgeführt, um der im Zeitverlauf variierenden Prognosegüte Rechnung zu tragen.⁸ In der Praxis wird ausgehend von einer quadratischen Verlustfunktion die Differenz des out-of-sample mittleren quadratischen Prognosefehlers (MSFE) zwischen den beiden Projektionen über jedes Zeitfenster hinweg berechnet: $\Delta(\text{MSFE}_t^{\text{Eurosystem}} - \text{MSFE}_t^{\text{Benchmark}})$. Hierbei sei MSFE_t^X der mittlere quadratische Prognosefehler, der sich entweder auf die EZB/Eurosystem-Projektion (X : Eurosystem) oder auf die Benchmark (X : Benchmark) bezieht. Wie im Schwankungsrationalitätstest wird auch hier anhand eines einfachen regressionsbasierten Ansatzes mit Schätzungen der rollierenden Zeitfenster geprüft, ob sich diese Differenz signifikant von null unterscheidet. Übersteigt die Differenz zu irgendeinem Zeitpunkt die kritischen Werte, so lässt dies darauf schließen, dass in diesem spezifischen Zeitfenster eine der beiden Prognosen besser abschneidet als die andere.

Mithilfe des Ansatzes der rollierenden Zeitfenster können die Tests an mögliche Änderungen beim Datengenerierungsprozess angepasst werden. Sie sind daher in einem instabilen Umfeld, in dem die Prognosegüte im Zeitverlauf variieren kann, besonders nützlich.

2 Genauigkeit der Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems

Überblick über die Daten

Um die Genauigkeit und einige Eigenschaften der von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen beurteilen zu können, wird eine vierteljährlich aktualisierte Datenbank mit Projektionsfehlern herangezogen, die für die HVPI-Gesamtinflation und die wichtigsten HVPI-Komponenten konzipiert wurde. Prognosefehler werden definiert als Differenz zwischen den tatsächlichen Werten und den für die Zeithorizonte von Q+0 bis Q+8 projizierten Werten. Die tatsächlichen Werte basieren auf der zweiten Veröffentlichung von Echtzeitdaten. Der Zeithorizont Q+0 bezieht sich auf das Nowcasting der Inflation im selben Quartal, während der Zeithorizont Q+8 die Prognose in acht Quartalen darstellt (in Abbildung 1 wird beispielhaft gezeigt, wie sich die Fehler bei der HVPI-

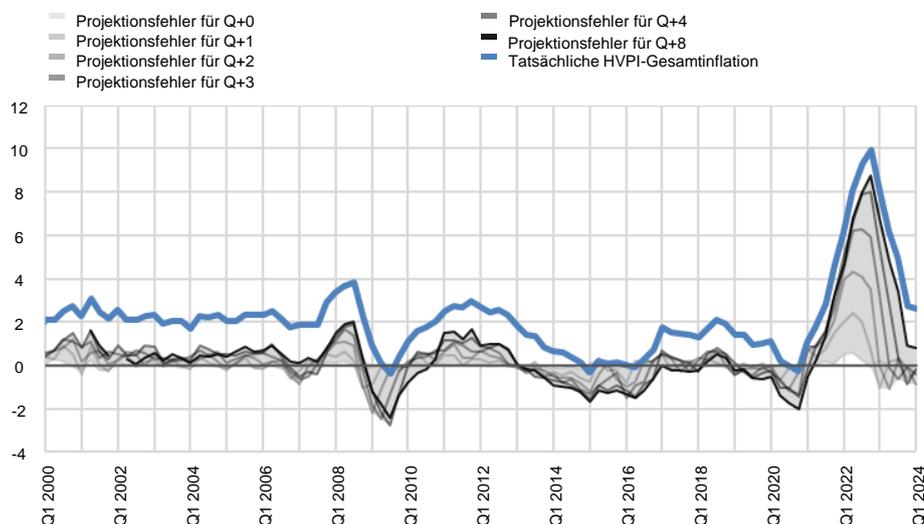
⁸ Siehe F. X. Diebold und R. S. Mariano, Comparing Predictive Accuracy, Journal of Business & Economic Statistics, Bd. 20(1), 2002, S. 134-144; R. Giacomini und H. White, Tests of Conditional Predictive Ability, Econometrica, Bd. 74(6), 2006, S. 1545-1578.

Inflation zu unterschiedlichen Prognosehorizonten entwickelt haben). Es werden jeweils die größtmöglichen Stichproben berücksichtigt. Sie decken auch Zeiträume ab, die von schwer vorhersehbaren Ereignissen beeinflusst wurden, welche zu umfangreichen Prognosefehlern geführt haben. Beispiele hierfür sind die weltweite Finanzkrise oder der Krieg Russlands gegen die Ukraine. Darüber hinaus wird eine Datenbank mit Projektionsfehlern bei der Gesamtinflation verwendet. Hier wurden die Daten um den Einfluss der Energiepreise, Wechselkurse, Zinsen und Aktienkurse („marktbasierte Annahmen“) sowie um die Exportpreise der Handelspartner, die Auslandsnachfrage und die Nahrungsmittelpreise („nicht marktbasierte Annahmen“) bereinigt. Dies geschah durch die Beseitigung von Fehlern, die auf diese konditionierenden Annahmen zurückzuführen sind, und unter Verwendung von in Echtzeit geschätzten linearen Elastizitäten aus den Prognosemodellen des Eurosystems. Letztendlich wird der Pfad für die von Fachleuten der EZB und des Eurosystems erstellten Projektionen berechnet, der sich ergeben hätte, wenn die Prognostiker im Voraus den tatsächlichen Pfad dieser Annahmen gekannt hätten; in mehreren Fällen, wie z. B. bei den Energierohstoffpreisen, werden diese nicht von den Fachleuten der EZB und des Eurosystems prognostiziert. Dadurch lässt sich beurteilen, ob die Prognosefehler auf konditionierende Annahmen oder auf andere Faktoren wie Modell-Fehlspezifikationen zurückzuführen sind.

Abbildung 1

HVPI-Gesamtinflation einschließlich Projektionsfehlern der EZB/des Eurosystems für den Zeithorizont Q+0 bis Q+8

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Fehler in Prozentpunkten; Quartalswerte)



Quellen: Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die blaue Linie zeigt die tatsächliche Jahresänderungsrate des HVPI in Prozent. Die verschiedenen grauen Linien veranschaulichen die Projektionsfehler der EZB/des Eurosystems in Prozentpunkten, definiert als Differenz zwischen der tatsächlichen Jahresänderungsrate des HVPI und der entsprechenden Projektion für den Zeithorizont Q+0 (hellstes Grau) bis Q+8 (dunkelstes Grau). Der grau schattierte Bereich markiert die gesamte Bandbreite dieser Projektionsfehler über die verschiedenen Zeithorizonte hinweg.

Um die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen mit anderen Vorhersagen zu vergleichen, wurde eine ähnliche Datenbank erstellt, die sowohl umfrage- als auch marktbasierter Inflationsprognosen enthält.

Aufgrund ihrer guten empirischen Prognosegüte (siehe z. B. Faust und Wright) stellen umfragebasierte Prognosen nützliche Referenzwerte dar.⁹ Der vorliegende Aufsatz stützt sich vor allem auf Prognosen von Consensus Economics, da sie Eigenschaften aufweisen, die einen Vergleich mit den Projektionen der EZB/des Eurosystems ermöglichen. Hierzu zählen große Stichproben und festgelegte Projektionshorizonte. Aus ähnlichen Gründen werden im vorliegenden Beitrag auch marktbasierende Prognosen berücksichtigt. Hier werden zwei wichtige Finanzinstrumente betrachtet, nämlich inflationsindexierte Swaps und Inflations-Fixings. In Tabelle 1 sind alle verfügbaren Daten und einige ihrer Merkmale zusammengefasst. Die verfügbaren Daten zu den inflationsindexierten Swaps beginnen bei einer Laufzeit von einem Jahr, wobei die anschließenden Intervalle jeweils einen einjährigen Prognosehorizont (Kassakurse) umfassen. Die Ableitung kürzerer Laufzeiten erfolgt durch lineare Interpolation des saisonbereinigten logarithmierten Preisindex aus den inflationsindexierten Swapsätzen (auf Quartalsbasis) sowie durch die Wiedereinführung der Saisonalität auf der Grundlage der in den letzten fünf Jahren beobachteten historischen Verlaufsmuster auf rollierender Basis. Inflations-Fixings, die ab September 2018 vorliegen, bieten im Vergleich zu den inflationsindexierten Swapsätzen Informationen zu kürzeren Laufzeiten. Beide Instrumente folgen primär der Entwicklung des HVPI ohne Tabakwaren. Darüber hinaus spiegeln die aus diesen Instrumenten abgeleiteten Teuerungsraten nicht nur Inflationserwartungen wider, sondern auch Inflationsrisikoprämien. Letztere können positiv oder negativ sein. Zwar könnten auch Risikoprämien, die nicht die Inflation betreffen, sowie andere Prämien, die mit Unvollkommenheiten verbunden sind (häufig zusammengenommen als „Liquiditätsprämien“ bezeichnet), diese Finanzprodukte beeinflussen, doch wird dieser Einfluss auf den Informationsgehalt und die Prognosefähigkeit als gering erachtet.¹⁰

Tabelle 1
 Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems und Referenzprognosen – verfügbare Daten

	Erste Beobachtung	Letzte Beobachtung	Anmerkungen
Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems			
HVPI	Q4 1998	Q1 2024	
HVPI für Energie	Q4 1998	Q1 2024	Q4 1998 – Q3 2000: nur bis Q+4
HVPI für Nahrungsmittel	Q4 1998	Q1 2024	Q4 1998 – Q1 2010: nur bis Q+4
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	Q4 1998	Q1 2024	Q4 1998 – Q1 2010: nur bis Q+4
Referenzprognosen			
Consensus Economics	Q4 2002	Q1 2024	Daten für den Zeithorizont bis Q+6 vollständig, für Q+7 teilweise und für Q+8 nicht verfügbar Stichtag immer nach dem Stichtag für die Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems

⁹ Siehe J. Faust und J. Wright, Forecasting Inflation, in: G. Elliot, C. Granger und A. Timmermann (Hrsg.) Handbook of Economic Forecasting, Bd. 2, Elsevier, 2013, Kapitel 1, S. 2-56.

¹⁰ Siehe hierzu EZB, Bedeutung technischer Faktoren für Inflationsswapsätze im Euroraum, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 3/2024.

Marktbasierte Prognosen	Q1 2005	Q1 2024	Von Q1 2005 - Q2 2018: basierend auf Interpolationen inflationsindexierter Swapsätze Stichtag identisch mit dem Stichtag für die Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems
-------------------------	---------	---------	---

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

Beim Vergleich der Referenzprognosen mit den von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen sind einige Einschränkungen zu beachten.

Die Stichtage für die monatlichen Prognosen von Consensus Economics sind jeweils jüngeren Datums als jene für die von der EZB/vom Eurosystem erstellten Projektionen. Daraus erwächst diesen möglicherweise ein leichter Informationsvorteil gegenüber den Projektionen der EZB/des Eurosystems. Bei den marktbasierteren Prognosen werden inflationsindexierte Swaps und Inflations-Fixings zu den Stichtagen der Projektionen der EZB/des Eurosystems erhoben, soweit hierfür Daten vorliegen. Für die Zeit vor September 2018 liegen keine Daten zu Inflations-Fixings vor. Deshalb erfolgt die Berechnung marktbasierter Inflationsprojektionen auf der Basis inflationsindexierter Swapsätze ab einer Laufzeit von einem Jahr. Kürzere Laufzeiten werden dann ermittelt, indem die Werte für die einjährige Laufzeit mit den tatsächlichen Werten interpoliert werden. Aus diesem Grund sollten Projektionen, die von marktbasierteren Werten mit einem kurzen Zeithorizont abgeleitet sind, mit Vorsicht interpretiert werden.

Genauigkeit der Projektionen für die HVPI-Gesamtinflation

Im Vergleich zu Echtzeit-Out-of-sample-Prognosen umfrage- und marktbasierter Referenzwerte schneiden die Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems mit einigen Ausnahmen entweder ähnlich gut oder besser ab. Umfrage- und marktbasiertere Ansätze liefern zwar Echtzeitprognosen, jedoch kann sich der von den Prognostikern verwendete Datensatz von jenem der Fachleute der EZB/des Eurosystems unterscheiden, da die Stichtage nicht genau übereinstimmen. Im Vergleich zu einem einfachen modellbasierten Referenzwert dürfte der von den Prognostikern herangezogene Datensatz weitaus umfangreicher sein. Außerdem enthält er relevante und schwer zu quantifizierende Einschätzungen von Fachleuten. Somit stellt er einen herausfordernden Referenzwert gegenüber den von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen dar. Dennoch ist die Treffsicherheit der Inflationsprojektionen der EZB/des Eurosystems verglichen mit den Referenzprognosen in den meisten Fällen entweder genauso hoch oder höher (siehe Tabelle 2). So liegt der Wert der relativen Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (RMSE) in mehreren Fällen in der Nähe des Wertes 1 oder darüber. Bei kurzen Zeithorizonten schneiden die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen laut der vorliegenden Analyse allerdings schlechter ab als die Marktprognosen. Zurückzuführen ist dies in erster Linie darauf, dass die Projektionen der EZB/des Eurosystems in der jüngsten Hochinflationphase eine geringere relative Genauigkeit aufwiesen. Abgesehen davon schneiden die Projektionen der EZB/des Eurosystems im Vergleich zu umfrage- und

marktbasierten Projektionen tendenziell besser ab.¹¹ Werden Prognosefehler gemäß der standardmäßigen RMSE-Zerlegung nach Verzerrung und Varianz aufgeschlüsselt, weisen die auf inflationsindexierten Swaps basierenden kurzfristigen Inflationsprognosen eine größere Verzerrung auf als die entsprechenden Projektionen der EZB/des Eurosystems. Gleichwohl schneiden Erstere im Vergleich besser ab, was darauf hindeutet, dass die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten kurzfristigen Projektionen eine höhere Prognosefehlervarianz aufweisen. Dies könnte Ausdruck einer höheren Prognoseerigidität im Vergleich zu den auf inflationsindexierten Swaps basierenden Prognosen sein. Die Ergebnisse der auf kurzfristigen inflationsindexierten Swaps basierenden Prognosen sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da die Projektionen für den Zeitraum Q+0 bis Q+3 bis zum Jahr 2018 auf Basis von Interpolationen der einjährigen inflationsindexierten Swapsätze in einem Jahr und der tatsächlichen Inflation erstellt wurden.

Tabelle 2
RMSEs anderer Prognosen im Vergleich zu den Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems

		Q+0	Q+1	Q+2	Q+3	Q+4	Q+5	Q+6	Q+7	Q+8
Gesamtstichprobe	Inflationsindexierte Finanzprodukte*	1,32	0,88	0,91	0,96	0,99	1,03	1,05	1,07	1,09
	Consensus Economics**	0,84	0,91	0,96	0,99	1,00	1,01	1,00	0,99	-
Bis 2019	Inflationsindexierte Finanzprodukte*	2,28	1,14	0,96	0,94	0,94	1,00	1,04	1,04	1,05
	Consensus Economics**	1,01	1,03	1,02	1,01	0,98	0,98	1,01	1,02	-

Quellen: Consensus Economics und EZB-Berechnungen anhand von Inflations-Fixings und inflationsindexierten Swaps.
Anmerkung: Jede Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (RMSE) wird durch die entsprechende RMSE der Projektionen der von Fachleuten der EZB/des Eurosystems dividiert. Somit bedeutet ein Wert unter 1, dass die Projektionen genauer sind als jene von Fachleuten der EZB/des Eurosystems, während ein Wert über 1 das Gegenteil anzeigt. * Die relativen RMSEs für die inflationsindexierten Finanzprodukte (inflationsindexierte Swaps und Inflations-Fixings) basieren auf dem HVPI ohne Tabakwaren. Da die Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems für den HVPI ohne Tabakwaren nur bis zum Zeithorizont Q+3 (bzw. teilweise bis zum Zeithorizont Q+4) vorliegen, wird für die fehlenden Werte angenommen, dass die Projektionsfehler der EZB/des Eurosystems für den HVPI ohne Tabakwaren dieselben sind wie für die Gesamtinflation. ** Für Consensus Economics werden die Prognosen bis zum vierten Quartal 2006 auf eine Nachkommastelle gerundet; dies gilt auch für die entsprechenden Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems.

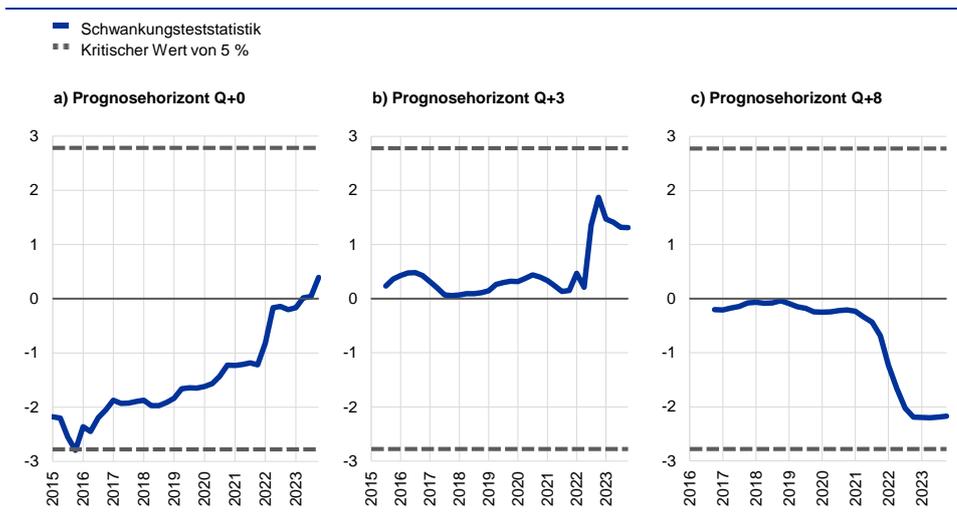
In den meisten Fällen bestehen hinsichtlich der Prognosegüte zwischen den Fachleuten der EZB/des Eurosystems einerseits und Consensus Economics und den Märkten andererseits für alle Zeithorizonte und auch im Zeitverlauf keine statistisch signifikanten Unterschiede. Die in Tabelle 2 aufgeführten Unterschiede der Prognoseleistung sind statistisch nicht signifikant. Gemäß den standardmäßigen Diebold-Mariano-Tests sind die Unterschiede in der Prognosegüte für alle Zeithorizonte bei einem Konfidenzniveau von 5 % nicht signifikant. Unter Berücksichtigung einer potenziellen Zeitvariabilität bei der relativen Prognosegüte bestätigt der Test von Giacomini und Rossi die Ergebnisse, wobei die marktbasierten Nowcasts eine Ausnahme bilden, da sie im Vergleich zu den Nowcasts der EZB/des Eurosystems signifikant schlechter abschneiden (siehe Abbildung 2, Grafik a). Da die Grafiken für die anderen Zeithorizonte eine relativ geringe Zeitvariabilität bei der Verlustdifferenz zeigen und der Test von Giacomini und Rossi mit kleinen rollierenden Zeitfenstern bei fehlender Instabilität tendenziell weniger aussagekräftig ist, werden die Tests auch mit großen rollierenden

¹¹ Auch bei mittleren absoluten Fehlern liegt die relative Bandbreite im gesamten Stichprobenzeitraum bei 0,97 bis 1,30, wobei verglichen mit der Zeit vor 2021 die Verschlechterung nun weniger stark ausfiel.

Zeitfenstern durchgeführt. Diese Robustheitsprüfungen mit größeren Zeitfenstern bestätigen allerdings sämtliche Ergebnisse und weisen auf keinen signifikanten Unterschied bei der Prognosegüte hin.

Abbildung 2

Prognosegüte der Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems im Vergleich zu marktbasierten Prognosen



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

Anmerkung: Die Schwankungsteststatistik spiegelt die Differenz zwischen dem mittleren quadratischen Prognosefehler der Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems und jenem der marktbasierten Prognosen wider, die jeweils für ein rollierendes Zeitfenster von 32 Quartalen erstellt werden. Positive (negative) Werte deuten darauf hin, dass die Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems schlechter (besser) abschneiden als die marktbasierten Prognosen. Das schlechtere (bessere) Abschneiden gilt als statistisch signifikant, wenn der Test beim Signifikanzniveau den kritischen Wert von 5 % überschreitet. Die marktbasierten Inflationsprognosen basieren auf dem HVPI ohne Tabakwaren. Da die Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems für den HVPI ohne Tabakwaren nur bis zum Zeithorizont Q+3 (bzw. teilweise bis zum Zeithorizont Q+4) vorliegen, wird für die fehlenden Werte angenommen, dass die Projektionsfehler für die Gesamtinflation, für den HVPI ohne Tabakwaren und für den HVPI für Tabakwaren dieselben sind.

Rolle der HVPI-Komponenten und konditionierenden Annahmen

Die Projektionen für die Gesamtinflation und ihre Hauptkomponenten, einschließlich des HVPI für Energie sowie des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX), weisen in allen Prognosezeiträumen eine weitgehend ähnliche Projektionsgenauigkeit auf. Tabelle 3 zeigt die RMSEs der vergangenen zwölf Jahre für die HVPI-Inflation und ihre Hauptkomponenten.¹² Die Ergebnisse bestätigen die starke Korrelation zwischen der Volatilität der Variablen und den RMSEs, wobei der HVPI für Energie mit Abstand die höchsten RMSEs und der HVPIX die niedrigsten RMSE-Werte aufweisen. Allerdings sind volatilitätsbereinigte RMSEs („reskalierte RMSEs“) über alle Variablen hinweg deutlich weniger heterogen. So liegt die Prognosegüte für den HVPI für Energie beispielsweise im mittleren Bereich der Prognosegüte anderer Komponenten. Außerdem sind die Projektionen für den HVPI für Energie über kurze Zeithorizonte tendenziell etwas weniger genau als für andere Komponenten. Für längere Zeithorizonte sind sie hingegen genauer. Bei den Projektionen für den HVPIX ist ein etwas anderes Muster

¹² Diese Stichprobe stellt die größte gemeinsame Stichprobe für alle betrachteten Variablen und Prognosehorizonte dar. Dadurch werden Vergleiche zwischen verschiedenen Variablen und Zeithorizonten ermöglicht.

zu beobachten. Deren Genauigkeit verschlechtert sich über längere Projektionszeiträume hinweg tendenziell (z. B. im Vergleich zur HVPI-Gesamtinflation). Hervorzuheben ist: Zwar sind die Projektionsfehler für den HVPIX geringer als bei anderen HVPI-Raten. Nach der Bereinigung um die niedrigere Volatilität der tatsächlichen HVPIX-Teuerung ist die Projektionsgüte insgesamt aber ähnlich hoch wie für die anderen Variablen.

Tabelle 3

RMSEs der HVPI-Inflation und andere Inflationsindikatoren in den Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems

RMSE	Q+0	Q+1	Q+2	Q+3	Q+4	Q+5	Q+6	Q+7	Q+8
HVPI	0,14	0,71	1,31	1,91	2,40	2,55	2,62	2,66	2,66
HVPI für Nahrungsmittel	0,23	0,97	1,80	2,64	3,31	3,56	3,66	3,72	3,76
HVPI für Energie	0,92	4,56	7,96	10,66	12,58	12,72	12,51	12,35	12,23
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	0,07	0,33	0,59	0,89	1,18	1,29	1,38	1,45	1,49
Reskalierte RMSE	Q+0	Q+1	Q+2	Q+3	Q+4	Q+5	Q+6	Q+7	Q+8
HVPI	0,08	0,39	0,72	1,04	1,31	1,38	1,42	1,43	1,43
HVPI für Nahrungsmittel	0,09	0,37	0,67	0,99	1,23	1,32	1,36	1,38	1,40
HVPI für Energie	0,09	0,47	0,82	1,08	1,28	1,30	1,27	1,25	1,23
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	0,07	0,33	0,59	0,89	1,17	1,28	1,36	1,43	1,46

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

Anmerkung: Die RMSEs wurden anhand der größten gemeinsamen Stichprobe für alle betrachteten Variablen und Prognosehorizonte (Q2 2012 bis Q1 2024) berechnet.

Die Projektionsgüte der von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen verbessert sich deutlich, wenn die Fehler bei den konditionierenden Variablen bereinigt werden. Somit werden die Beiträge von Fehlern nicht nur bei den Ölpreisannahmen, sondern auch bei anderen konditionierenden Annahmen hervorgehoben. Um die Genauigkeit dieser Projektionen unabhängig von den Fehlern bei einigen konditionierenden Annahmen, die hauptsächlich auf Marktprognosen basieren, zu bewerten, werden für die Projektionen auch RMSEs unter der Annahme berechnet, dass die marktbasierenden Annahmen und die anderen in Abschnitt 2 beschriebenen Annahmen keine Fehler aufweisen. Tabelle 4 zeigt die RMSEs für die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen des HVPI, die um verschiedene konditionierende Annahmen bereinigt wurden. An ihnen lässt sich ablesen, welcher signifikante Anteil Fehler bei den Ölpreisannahmen an den Projektionsfehlern für den HVPI insgesamt haben. Eine Bereinigung um Fehler bei den Ölpreisannahmen führt dazu, dass sich die RMSE für die Teuerung nach dem HVPI um mehr als 15 % verringert. Eine Bereinigung um Fehler bei anderen marktbasierenden Annahmen, darunter beim effektiven Wechselkurs, hat in den vergangenen zwölf Jahren hingegen zu keiner signifikanten Änderung der Prognosegüte geführt. Die vorliegende Analyse umfasst keine Bereinigungen um Fehler bei den Gaspreisannahmen. Sie würden eine weitere Verbesserung der Projektionsgenauigkeit bewirken. Dies gilt vor allem für den Zeitraum nach der Pandemie. Darüber hinaus verbessern sich die Projektionen der EZB/des

Eurosystems insbesondere mit Blick auf längere Prognosehorizonte weiter, wenn sie um Fehler bei anderen konditionierenden Annahmen bereinigt wurden. Dies hebt die Bedeutung von Fehlern bei anderen Faktoren – z. B. der Auslandsnachfrage oder den Preisen – für die Projektionsfehler der Binneninflation hervor.

Tabelle 4

RMSEs der Projektionen für die HVPI-Inflation nach Bereinigung um Fehler bei den konditionierenden Annahmen im Vergleich zu unbereinigten entsprechenden RMSEs

RMSE bereinigt um	Q+0	Q+1	Q+2	Q+3	Q+4	Q+5	Q+6	Q+7	Q+8
Alle Annahmen	0,86	0,77	0,74	0,72	0,71	0,68	0,65	0,62	0,60
Alle marktbasier- ten Annahmen	0,88	0,81	0,80	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	0,81
Ölpreis	0,89	0,84	0,83	0,83	0,84	0,85	0,84	0,84	0,83
Nominalen Wechselkurs	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00

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

Anmerkung: Die RMSEs wurden anhand der größten gemeinsamen Stichprobe für alle betrachteten Variablen und Prognosehorizonte (Q2 2012 bis Q1 2024) berechnet. Jede RMSE wird durch die entsprechende RMSE der Projektionen für die HVPI-Gesamtinflation dividiert. Somit bedeutet ein Wert unter 1, dass die Projektionen genauer sind als die unbereinigten Projektionen für die HVPI-Inflation, während ein Wert über 1 das Gegenteil anzeigt.

3 Weitere Eigenschaften der von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Inflationsprojektionen – eine Auswahl

Verzerrungen und Rigiditäten in den von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen für die Gesamtinflation

Potenzielle Verzerrungen zu erkennen, kann dazu beitragen, die Genauigkeit der Projektionen der EZB/des Eurosystems zu verbessern. Eine Verzerrung deutet darauf hin, dass die Zielvariable systematisch und anhaltend über- oder unterschätzt wird. Dabei kann es jedoch sein, dass sich hinter dieser Verzerrung nicht unbedingt ein Mangel an Informationen oder deren fehlerhafte Nutzung verbirgt, da mehrere Studien darauf schließen lassen, dass Zentralbankprognostiker über die Fähigkeiten und ausreichende Daten verfügen, um Zielvariablen effizient vorherzusagen; es könnte sich aber für sie als optimal erweisen, entweder eine optimistische oder eine pessimistische Projektion zu erstellen.¹³ Die Identifizierung von Verzerrungen und ihren potenziellen Ursachen kann indes die Projektionsgüte verbessern. Lässt sich nämlich nachvollziehen, ob Prognosen die Zielvariable tendenziell systematisch über- oder unterschätzen, ist es möglich, die Prognosemodelle oder -methoden anzupassen, um unerwünschte Verzerrungen auszugleichen. Dadurch lässt sich die Genauigkeit künftiger Projektionen insgesamt verbessern. Dabei gilt es zu beachten, dass die Beurteilung von

¹³ Dies wird als „rationale Verzerrung“ (rational bias) bezeichnet. Siehe beispielsweise R. Batchelor, Bias in macroeconomic forecasts, International Journal of Forecasting, Bd. 23, Ausgabe 2, 2007, S. 189-203; S. Herbert, State-dependent Central Bank Communication with Heterogeneous Beliefs, Working Papers der Banque de France, Nr. 875, 2022.

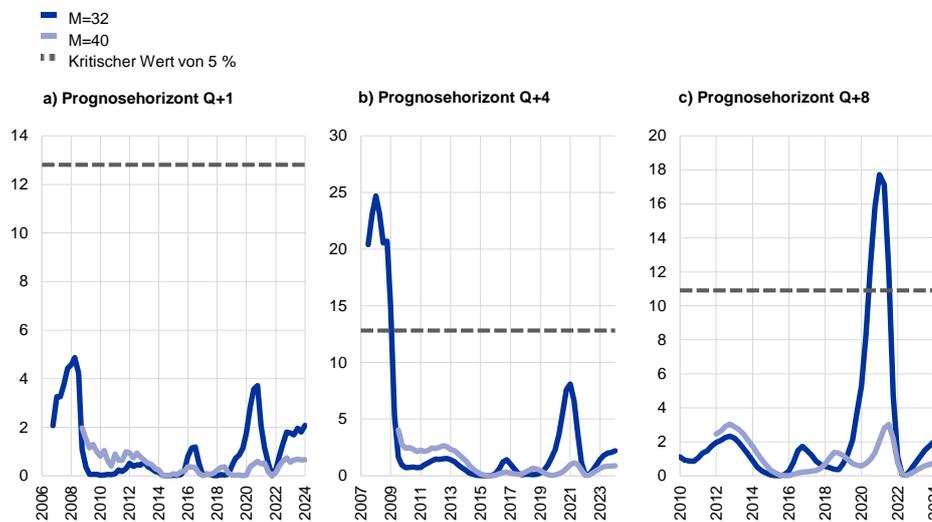
Prognoseverzerrungen nicht einfach ist. Zudem können in eine Richtung wirkende unerwartet große Schocks, wie sie 2021-2022 zu beobachten waren, zu seriell korrelierten Prognosefehlern führen, die nicht zwangsläufig einen Mangel bei der Erstellung der Projektionen widerspiegeln.

Schwankungsrationalitätstests deuten darauf hin, dass die Projektionen der EZB/des Eurosystems für die Gesamtinflation generell keine Verzerrungen aufweisen, auch wenn diese Erwartungstreue in spezifischen, mitunter kurzlebigen Phasen nicht mehr gegeben ist. Beim Schwankungsrationalitätstest nach Rossi und Sekhposyan ist es im Gegensatz zur Beurteilung von Prognoseverzerrungen über die gesamte Stichprobe möglich, kleinere Zeitfenster auf Erwartungstreue zu prüfen. Dadurch lässt sich verhindern, dass sich Verzerrungen bei Betrachtung der Gesamtstichprobe gegenseitig ausgleichen. Wesentlich für den Test nach Rossi und Sekhposyan ist die Größe des rollierenden Zeitfensters. Vor allem bei langen Zeithorizonten muss es groß genug sein. Im vorliegenden Beitrag werden analog zu Rossi und Sekhposyan unterschiedlich große Zeitfenster berücksichtigt (siehe Abbildung 3). Bei Betrachtung eines rollierenden Zeitfensters von 32 Quartalen wird durch den Schwankungsrationalitätstest die Hypothese der Erwartungstreue für nahezu alle Prognosehorizonte verworfen. Wird das Zeitfenster leicht auf 40 Quartale ausgeweitet, lassen sich für alle Zeithorizonte keine Verzerrungen feststellen.¹⁴ Die mangelnde Robustheit der Schwankungsrationalitätstests deutet darauf hin, dass die Erwartungstreue bei den Projektionen der EZB/des Eurosystems für die Gesamtinflation in spezifischen Phasen nicht gegeben ist. Der Schwankungsrationalitätstest liefert außerdem nützliche Informationen über den Zeitpunkt, ab dem keine Erwartungstreue mehr gegeben ist. Abbildung 3 deutet auf zwei erhebliche Ausschläge hin, die 2007-2009 und 2020 verzeichnet wurden. Dies legt nahe, dass die Inflation jeweils in den acht Jahren vor den genannten Jahren von der EZB/vom Eurosystem entweder durchweg unter- oder durchweg überschätzt wurde. Ohne Berücksichtigung der zu Beginn der Stichprobe (bis Dezember 2000) erstellten Projektionen erweisen sich die Projektionsfehler ferner auf Sicht von bis zu vier Quartalen selbst bei kleinen rollierenden Zeitfenstern als vollkommen erwartungstreu.

¹⁴ Gemessen an der gesamten Stichprobe wird die Annahme der Erwartungstreue durch herkömmliche Tests bei einem Signifikanzniveau von 5 % oder einem Prognosehorizont von Q+0 bis Q+8 nicht verworfen.

Abbildung 3

Schwankungsrationalitätstest der HVPI-Gesamtinflation im Hinblick auf Verzerrungen



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

Anmerkung: Die y-Achse entspricht dem Wert der Wald-Statistik des Tests mit einem rollierenden Zeitfenster von 32 Quartalen (M=32, blaue Linie) bzw. 40 Quartalen (M=40, graue Linie). Die x-Achse zeigt das Datum des letzten Datenpunkts des rollierenden Zeitfensters an. Somit bezieht sich beispielsweise der beim rollierenden Zeitfenster von 32 Quartalen verzeichnete größte Ausschlag für den Schwankungsrationalitätstest nach oben im ersten Quartal 2021 auf die im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum ersten Quartal 2021 erzielten Ergebnisse. Die Nullhypothese fehlender Erwartungstreue wird verworfen, wenn die Wald-Statistik den kritischen Wert auf dem 5 %-Niveau überschreitet (gestrichelte graue Linie). Zwar fallen die kritischen Werte je nach Länge des rollierenden Zeitfensters unterschiedlich aus, jedoch sind sie im Allgemeinen ähnlich. Der Einfachheit halber wird für ein Zeitfenster von 32 Quartalen nur der kritische Wert von 5 % dargestellt.

Die gelegentliche Verzerrung bei den HVPI-Projektionen könnte unter anderem – vor allem bei kurzen Zeithorizonten – gewisse Rigiditäten in den Projektionen für die Gesamtinflation widerspiegeln.¹⁵ Das Vorliegen persistenter Prognosefehler kann darauf hindeuten, dass zwischen zwei Projektionsrunden neu verfügbar gewordene Informationen bei den Prognoserevisionen nicht gebührend berücksichtigt werden.¹⁶ Um dies zu überprüfen, wurde ein Oversmoothing-Test durchgeführt. Hierbei wird beurteilt, ob sich die Projektionen der EZB/des Eurosystems tendenziell zu reibungslos an gesamtwirtschaftliche Schocks anpassen und auf neue Informationen nicht ausreichend reagieren (siehe Kasten 1 zu weiteren Einzelheiten zum Oversmoothing-Test und dessen Berechnung). Die Ergebnisse bestätigen, dass bei den Projektionen der EZB/des Eurosystems derartige Rigiditäten für Zeithorizonte von bis zu drei Quartalen vorliegen; für längere Zeithorizonte kann indes nicht verworfen werden, dass Reaktionen nicht übermäßig langsam erfolgen (siehe Abbildung 4).¹⁷ Dieses Ergebnis wird auch durch serielle Korrelationstests gestützt, die Autokorrelationen in den Prognosefehlern von einer Größenordnung zeigen, die streng unter dem entsprechenden Vorhersagehorizont liegt (mit Ausnahme von Zeithorizonten von bis zu zwei Quartalen im Voraus), womit

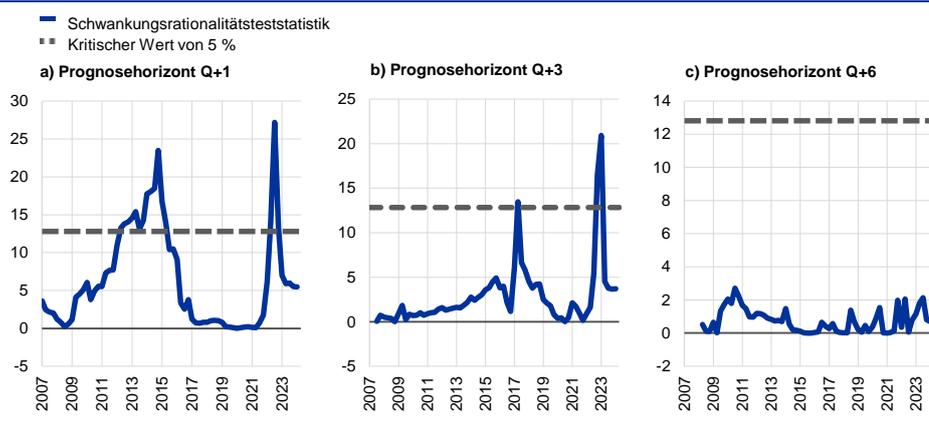
¹⁵ Dies steht auch im Einklang mit den Erkenntnissen von Abschnitt 3. Sie weisen darauf hin, dass die kurzfristigen Projektionen der EZB/des Eurosystems im Vergleich zu den marktbasierteren Prognosen rigider sind.

¹⁶ Siehe O. Coibion und Y. Gorodnichenko, Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts, Working Paper des NBER, Nr. 16537, 2010.

¹⁷ Diese Ergebnisse sind gegenüber unterschiedlich großen rollierenden Zeitfenstern robust.

gegen eine der Optimalitätsbedingungen der Prognosen verstoßen wird.¹⁸ Dabei ist zu beachten, dass es in Phasen von in eine Richtung wirkenden großen Schocks allerdings schwierig sein kann, zu unterscheiden, ob dieses Ergebnis auf die Reaktionsträgheit der Projektionen oder auf unerwartet autokorrelierte Schocks zurückzuführen ist. Die Eigenschaft einer zu starken Glättung schwächt sich tatsächlich tendenziell ab, wenn die konditionierenden Annahmen durch weitere Informationen ergänzt werden (siehe unten).

Abbildung 4
Schwankungsrationalitätstest des HVPI im Hinblick auf eine zu starke Glättung



Quellen: Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die y-Achse entspricht dem Wert der Wald-Statistik des Tests mit einem rollierenden Zeitfenster von 32 Quartalen. Die x-Achse zeigt das Datum des letzten Datenpunkts des rollierenden Zeitfensters an. Somit bezieht sich beispielsweise der in Grafik a) beim Schwankungsrationalitätstest verzeichnete größte Ausschlag nach oben im zweiten Quartal 2022 auf die im Zeitraum vom dritten Quartal 2014 bis zum zweiten Quartal 2022 erzielten Ergebnisse. Die Nullhypothese einer fehlenden zu starken Glättung wird verworfen, wenn die Wald-Statistik den kritischen Wert auf dem 5 %-Niveau überschreitet (gestrichelte graue Linie). Durch die Ergebnisse für die mittelfristigen Projektionen (d. h. Zeithorizonte von mehr als drei Quartalen) wird die Hypothese einer fehlenden zu starken Glättung, wie aus den Ergebnissen Q+6 ersichtlich ist, nicht verworfen.

Rolle der HVPI-Komponenten und konditionierenden Annahmen

Auf Ebene der HVPI-Komponenten scheinen länger anhaltende Phasen von Verzerrungen und Rigiditäten beim HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ähnliche Eigenschaften bei der Gesamtinflation zu beeinflussen.

Die Ergebnisse zu den HVPI-Komponenten deuten darauf hin, dass der HVPIX für alle Zeithorizonte über längere Zeit von der Hypothese der Erwartungstreue abweicht (siehe Abbildung 5).¹⁹ Allerdings sollten die Ergebnisse zu den Zeithorizonten, die größer Q+3 sind, mit Vorsicht interpretiert werden, da die Stichprobe zum Projektionsfehler für den HVPIX relativ klein ist. Trotzdem änderte sich das Vorzeichen der Prognosefehler bei diesen Stichproben, auf die je nach Prognosehorizont 48 bis 58 Datenpunkte entfallen, beim Zeithorizont Q+4 nur dreimal und bei längeren Zeithorizonten nur zweimal, was eindeutig auf

¹⁸ Siehe F. X. Diebold und J. A. Lopez, Forecast evaluation and combination, Handbook of Statistics, Bd. 14, Elsevier, 1996, S. 241-268.

¹⁹ Dieses Ergebnis ist gegenüber unterschiedlich großen rollierenden Zeitfenstern und unterschiedlich großen Teilstichproben der verfügbaren Daten robust.

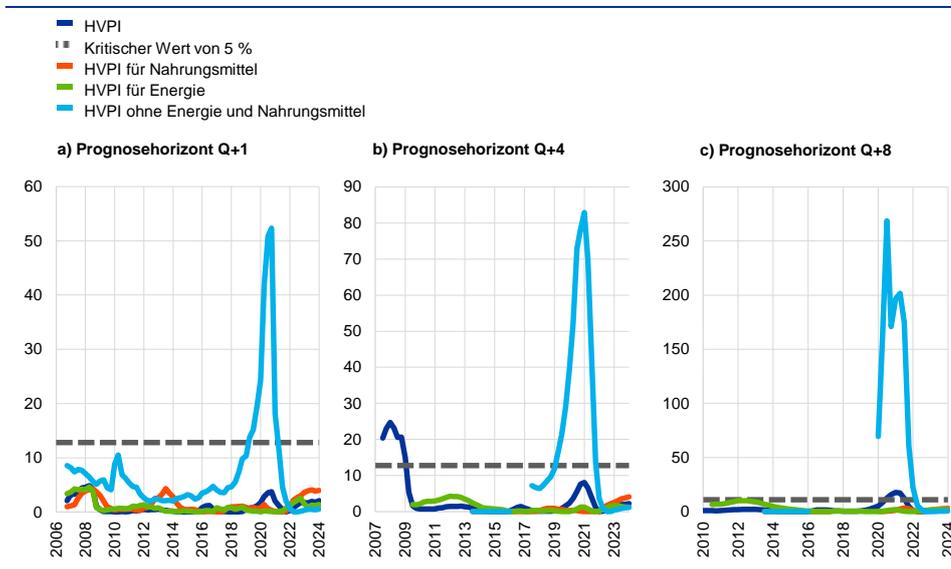
Verzerrungen hinweist (siehe Abbildung 6).²⁰ Insbesondere im Zeitraum von 2013 bis zum ersten Halbjahr 2021, als die Inflation niedrig war, wurde der HVPIX in den von der EZB/vom Eurosystem erstellten Projektionen verglichen mit der tatsächlichen Inflation durchweg überschätzt. Die Verzerrungen bei den Projektionen für den HVPIX könnten auch auf gewisse Rigiditäten zurückzuführen sein, da die HVPIX-Rate für die meisten Prognosehorizonte und insbesondere für kurze Zeithorizonte eine zu starke Glättung aufweist. Dies lässt darauf schließen, dass auf neue, zwischen den Projektionsrunden verfügbar gewordene Informationen in den Prognoserevisionen nicht ausreichend reagiert wird. Die Projektionen für den HVPI für Energie erwiesen sich für alle Zeithorizonte von bis zu fünf Quartalen als erwartungstreu, für längere Zeithorizonte wurde die Hypothese der Erwartungstreue indes systematisch verworfen.²¹ Dass die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen der Energieinflation stärker auf marktkonditionierende Annahmen reagieren als andere HVPI-Komponenten, dürfte auf Verzerrungen bei den Öfterminkontrakten für lange Zeithorizonte zurückzuführen sein. Grund hierfür sind unter anderem Lagerkosten.

²⁰ Auch durch den Standardtest nach Mincer und Zarnowitz wird die Hypothese der Erwartungstreue über diese Zeithorizonte bei einem angemessenen Signifikanzniveau nicht verworfen. Dies bestätigt, dass in diesen Fällen zeitvariable Prognoseeigenschaften vorliegen und lokale Messgrößen von Bedeutung sind.

²¹ Die Suboptimalität der Projektionen für die HVPI-Inflationsrate für Energie über den Zeithorizont Q+5 hinaus zeigt sich auch darin, dass die Projektionsfehlervarianz nach diesem Zeithorizont abnimmt. Dieses Verhalten weicht von den Eigenschaften der optimalen Prognosen ab. Bei den anderen HVPI-Komponenten lässt sich keine derartige Eigenschaft beobachten. Hier nehmen die Projektionsfehlervarianzen mit dem Prognosehorizont stets zu.

Abbildung 5

Schwankungsrationalitätstest des HVPI und seiner Hauptkomponenten im Hinblick auf Verzerrungen



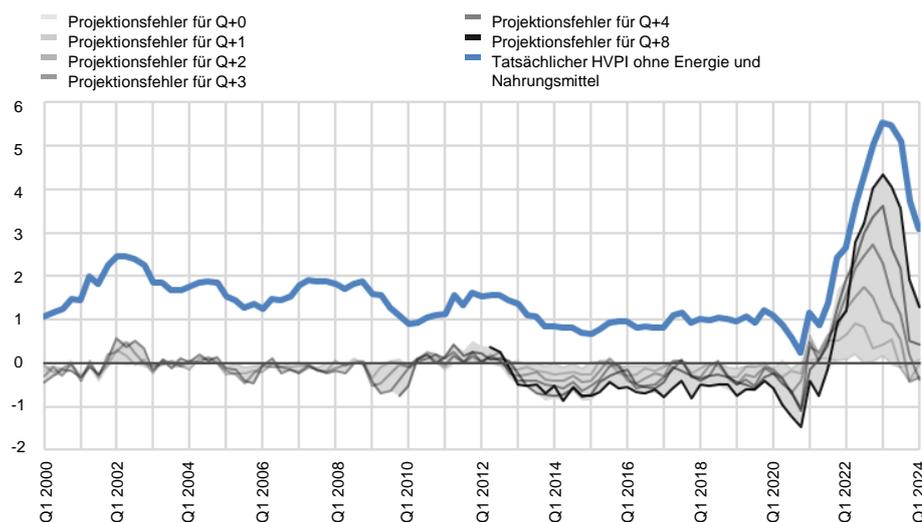
Quellen: Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die y-Achse entspricht dem Wert der Wald-Statistik des Tests mit einem rollierenden Zeitfenster von 32 Quartalen. Die x-Achse zeigt das Datum des letzten Datenpunkts des rollierenden Zeitfensters an. Somit bezieht sich beispielsweise der beim Schwankungsrationalitätstest für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verzeichnete größte Ausschlag nach oben im ersten Quartal 2021 auf die im Zeitraum vom zweiten Quartal 2013 bis zum ersten Quartal 2021 erzielten Ergebnisse. Die Nullhypothese der Erwartungstreue wird verworfen, wenn die Wald-Statistik den kritischen Wert auf dem 5 %-Niveau überschreitet (gestrichelte graue Linie). Zwar fallen die kritischen Werte je nach Stichprobenumfang, der in Abhängigkeit von den Variablen variiert, unterschiedlich aus, jedoch sind sie im Allgemeinen ähnlich. Der Einfachheit halber wird für die HVPI-Gesamtinflation nur der kritische Wert von 5 % dargestellt.

Abbildung 6

Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel einschließlich Projektionsfehlern der EZB/des Eurosystems für den Zeithorizont Q+0 bis Q+8

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Fehler in Prozentpunkten; Quartalswerte)



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

Anmerkung: Die blaue Linie zeigt die tatsächliche Jahresänderungsrate des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel in Prozent. Die verschiedenen grauen Linien veranschaulichen die Projektionsfehler der EZB/des Eurosystems in Prozentpunkten, definiert als Differenz zwischen der tatsächlichen Jahresänderungsrate des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und der entsprechenden Projektion für den Zeithorizont Q+0 (hellstes Grau) bis Q+8 (dunkelstes Grau). Der grau schattierte Bereich markiert die gesamte Bandbreite dieser Projektionsfehler über die verschiedenen Zeithorizonte hinweg.

Nach der Bereinigung um die Fehler bei einigen konditionierenden Annahmen verschwinden einige Verzerrungen und Rigiditäten, die bei den Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB und des Eurosystems zu beobachten sind. Bei konservativen Annahmen mit einem rollierenden Zeitfenster von acht Jahren ergibt sich für die Gesamtinflation für alle Zeithorizonte ab Q+2 eine Verzerrung. Werden die Projektionen um die Wirkung sämtlicher verfügbarer Annahmen bereinigt, ergibt sich lediglich eine Verzerrung für Nowcasts und Projektionszeiträume, die den Zeithorizont Q+6 überschreiten (siehe Tabelle 5). Erfolgt indes lediglich eine Bereinigung um marktbasierende Annahmen, zeigen sich nach wie vor Verzerrungen ab dem Zeithorizont Q+4. Dies lässt darauf schließen, dass vor allem andere konditionierende Annahmen etwa zum internationalen Umfeld Verzerrungen hervorrufen. Besonders gilt dies für die Zeit vor der Pandemie. Ähnliche Schlussfolgerungen lassen sich mit Blick auf Projektionsrigiditäten ziehen. Nach Bereinigung um alle verfügbaren Annahmen verschwinden die Rigiditäten in den HVPI-Projektionen ab dem Zeithorizont Q+2. Werden hingegen nur die Fehler bei allen marktbasierenden Annahmen revidiert, wird durch die Tests die Nullhypothese einer fehlenden zu starken Glättung nach wie vor für die Zeithorizonte Q+3 und Q+4 verworfen. Dies deutet darauf hin, dass auch die anderen konditionierenden Annahmen gewissen Rigiditäten unterliegen könnten. Allerdings sind diese Ergebnisse, darunter die fehlende zu starke Glättung bei längeren Zeithorizonten, mit Vorsicht zu interpretieren, da die vorliegende Stichprobe vor allem bei den langfristigen Projektionen nur einen relativ kurzen Beobachtungszeitraum abdeckt. Auch angesichts der beispiellosen Schocks der Pandemie und des Krieges Russlands in der Ukraine, die nicht sehr weit im Voraus abschätzbar waren, ist es notwendig, die Ergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren, da solche Ereignisse zu Autokorrelationen bei Prognosefehlern führen können, die sich nicht zwangsläufig aus einer ineffizienten Informationsnutzung ergeben.

Tabelle 5
Schwankungsrationalitätstests der Gesamtinflation nach Bereinigung um verschiedene Fehler bei den konditionierenden Annahmen

Nullhypothese	Bereinigt um	Q+0	Q+1	Q+2	Q+3	Q+4	Q+5	Q+6	Q+7	Q+8
Erwartungstreue	Keine Annahmen	-	-	**	***	***	***	***	***	***
	Alle Annahmen	***	-	-	-	-	-	-	**	***
	Alle marktbasierenden Annahmen	-	-	-	-	**	***	***	***	***
	Ölpreis	-	-	-	-	*	**	***	***	***
	Nominalen Wechselkurs	-	-	-	-	-	-	-	*	**
Fehlende zu starke Glättung	Keine Annahmen	***	***	***	***	*	-	-	-	-
	Alle Annahmen	***	**	-	-	-	-	-	-	-
	Alle marktbasierenden Annahmen	***	***	***	***	-	-	-	-	-
	Ölpreis	***	***	***	***	-	-	-	-	-
	Nominalen Wechselkurs	***	***	***	***	***	**	-	-	-

Anmerkung: Ein Strich (-) zeigt an, dass die Nullhypothese nicht verworfen wurde. Ein Sternchen (*) zeigt eine Ablehnung bei einem Niveau von 10 %, zwei Sternchen (**) bei einem Niveau von 5 % und drei Sternchen (***) bei einem Niveau von 1 % an. Die Schwankungsrationalitätstests wurden über ein rollierendes Zeitfenster von 32 Quartalen berechnet.

4 Schlussbemerkungen

Die hier vorgestellte Analyse lässt darauf schließen, dass die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen für die HVPI-Gesamtinflation im Vergleich zu markt- und umfragebasierten Prognosen ähnlich gut oder besser abschneiden. Auch über die wichtigsten HVPI-Komponenten hinweg wird eine vergleichbare Genauigkeit erzielt. Die Prognosegüte von

Inflationsprojektionen der EZB/des Eurosystems ist ähnlich hoch wie jene markt- und umfragebasierter Vorhersagen. Im Allgemeinen schneiden Letztere tendenziell allerdings etwas schlechter ab als die Projektionen der EZB/des Eurosystems. Dies gilt vor allem für die Zeit vor den beispiellosen Schocks, die während und nach der Pandemie auftraten. Zudem zeigen die Ergebnisse – auch über die HVPI-Komponenten hinweg –, dass die Projektionen der EZB/des Eurosystems für den HVPIX in den vergangenen zwölf Jahren ähnlich genau waren wie die Projektionen für die Gesamtinflation und den HVPI für Energie. Allerdings weisen Letztere größere Projektionsfehler auf, was im Wesentlichen die höhere Volatilität dieser Variablen widerspiegelt.

Die Ergebnisse, die insgesamt erwartungstreu sind, zeigen, dass es spezifische Phasen gibt, in denen die Erwartungstreue der Inflationsprojektionen der EZB/des Eurosystems nicht mehr gegeben ist. Zugleich weisen die Projektionen Rigiditäten auf, die hauptsächlich auf die Eigenschaften des projizierten HVPIX in den zehn Jahren vor 2020 zurückzuführen sind. Die von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten

Projektionen für die HVPI-Gesamtinflation sind zwar alles in allem erwartungstreu, weisen aber in bestimmten Zeiträumen gewisse Verzerrungen auf. Dies war zum Beispiel Anfang 2000 der Fall, aber auch während der Niedriginflationsphase von 2013 bis zum ersten Halbjahr 2021. Die Ergebnisse zeigen auch, dass die Projektionen für den HVPIX bei Betrachtung der gesamten Stichprobe anscheinend keine Verzerrungen aufweisen. Werden jedoch kürzere Zeiträume untersucht, so tritt eine negative Verzerrung (Überschätzung) während der Niedriginflationsphase vor der Pandemie sowie eine positive Verzerrung (Unterschätzung) während der anschließenden Hochinflationsphase auf. Daher sollten diese Ergebnisse nicht als Beleg für eine konsistente Verzerrung der HVPIX-Projektionen angesehen werden.

Es wurde die zentrale Rolle der konditionierenden Annahmen verdeutlicht. Sie sind ein maßgeblicher Faktor für Rigiditäten, gelegentliche Verzerrungen und eine geringere Genauigkeit der Projektionen der EZB/des Eurosystems für die HVPI-Inflation. Die Ergebnisse bestätigen, dass die Fehler bei den

Ölpreisannahmen für die geringere Prognosegüte der Inflationsvorhersagen von EZB und Eurosystem von Belang waren. Sie zeigen auch deren Beitrag zu gewissen Verzerrungen der Projektionen der HVPI-Gesamtinflation, vor allem was die kurze Frist betrifft.²² Allerdings unterstreichen die Ergebnisse auch die Bedeutung anderer

²² Fachleute der EZB haben zuletzt auf der Basis von maschinellem Lernen neue Projektionen entwickelt, um den geldpolitischen Entscheidungsträgern verbesserte Informationen zu den kurzfristigen Inflationsaussichten liefern zu können. Siehe auch M. Lenza, I. Moutachaker und J. Paredes, [Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2830, 2023; M. Lenza, I. Moutachaker und J. Paredes, [Forecasting euro area inflation with machine learning models](#), Research Bulletin der EZB, Nr. 112, 2023.

konditionierender Annahmen etwa zum internationalen Umfeld. Dies gilt nicht nur bezüglich einer Verringerung der Prognosegüte, sondern auch mit Blick auf Rigiditäten und gelegentliche Verzerrungen bei den Projektionen für die Gesamtinflation, die sich zum Teil hierdurch erklären lassen. Erwähnt werden sollte auf jeden Fall auch, dass die Gaspreise nicht Bestandteil der Analyse waren, auch wenn sie zuletzt eine zentrale Rolle in Bezug auf Prognosefehler gespielt haben.

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	6,6	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6	
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4	
2023	3,2	2,6	0,1	1,9	5,2	0,5	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4	
2023 Q3	0,9	1,2	-0,1	-0,9	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	0,3	0,6	-0,5	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	3,2	2,1	.	.	2,5
2024 Jan.	.	.	.	.	.	.	5,7	6,6	3,1	4,0	2,2	-0,8	2,8
Febr.	.	.	.	.	.	.	5,7	6,4	3,2	3,4	2,8	0,7	2,6
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	.	.	.	.	.	.	.	.	3,0	2,0	.	.	2,5

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾			
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer	
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,9	12,5
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,5	4,1	0,7
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,4	-4,0	-0,7	
2023 Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	-0,3	-0,3	-0,2	
Q4	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,9	0,8	1,0	
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,9	-1,4	
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,2	53,3	50,1	.	.	.	
2024 Jan.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	-0,9	-0,2	-1,6	
Febr.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,3	-0,1	0,8	-1,1	
März	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,4	49,5	-0,2	0,9	-1,4	
April	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,8	2,7	0,8	
Mai	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,8	54,0	50,4	.	.	.	
Juni	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	.	.	.	

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 ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	12 475,0	11 980,9	6 354,5	2 737,3	2 727,0	1 388,6	761,4	570,4	162,2	494,1	6 172,3	5 678,2
2022	13 507,8	13 266,5	7 069,5	2 901,0	3 017,6	1 560,7	847,5	602,3	278,4	241,3	7 440,1	7 198,8
2023	14 378,5	13 847,7	7 536,7	3 042,4	3 177,2	1 626,8	904,7	638,2	91,5	530,8	7 419,9	6 889,1
2023 Q2	3 580,1	3 442,6	1 874,2	755,1	788,9	405,8	226,1	155,1	24,4	137,5	1 866,7	1 729,2
Q3	3 610,0	3 468,8	1 899,3	768,5	794,8	407,7	228,8	156,4	6,2	141,2	1 835,0	1 693,9
Q4	3 648,8	3 514,5	1 911,0	777,5	807,5	408,1	225,0	172,5	18,5	134,3	1 847,4	1 713,1
2024 Q1	3 681,3	3 499,2	1 924,6	783,4	796,0	412,6	223,7	157,8	-4,8	182,2	1 875,1	1 692,9
<i>In % des BIP</i>												
2023	100,0	96,3	52,4	21,2	22,1	11,3	6,3	4,4	0,6	3,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q2	0,1	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,4	1,1	-	-	-1,0	-0,2
Q3	0,0	-0,1	0,4	0,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-	-	-1,3	-1,6
Q4	-0,1	0,1	0,2	0,6	0,8	-0,6	-2,7	9,7	-	-	0,2	0,6
2024 Q1	0,3	-0,6	0,2	0,0	-1,5	0,7	0,3	-9,0	-	-	1,4	-0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,8	8,1	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,6	4,2	1,6	2,5	1,4	4,5	2,6	-	-	7,2	7,9
2023	0,5	0,2	0,5	0,9	1,2	-0,8	3,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2023 Q2	0,6	0,6	0,6	0,7	1,7	-0,6	5,3	2,5	-	-	0,0	-0,1
Q3	0,2	-0,4	-0,3	1,5	0,7	-0,1	2,7	-0,3	-	-	-2,7	-4,0
Q4	0,2	0,3	0,7	1,4	1,6	-0,4	0,4	8,4	-	-	-2,5	-2,4
2024 Q1	0,4	0,0	0,8	1,6	-0,5	-0,6	-1,4	1,3	-	-	-0,8	-1,5
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q2	0,1	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,4	-	-
Q3	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
Q4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,2	-	-
2024 Q1	0,3	-0,5	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,9	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,8	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,6	0,3	-	-
2023 Q2	0,6	0,6	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,2	0,1	-	-
Q3	0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,8	0,7	-	-
Q4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,0	0,0	0,4	-0,8	-0,1	-	-
2024 Q1	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,6	0,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	11 191,6	186,6	2 218,6	595,0	2 021,7	598,5	515,2	1 247,3	1 298,1	2 173,0	337,6	1 283,4
2022	12 165,7	215,1	2 450,1	656,6	2 333,5	633,2	532,7	1 300,2	1 398,4	2 274,6	371,3	1 342,1
2023	13 007,7	221,7	2 623,9	722,8	2 449,5	679,7	610,2	1 413,6	1 493,0	2 393,1	400,1	1 370,9
2023 Q2	3 243,1	55,6	661,1	179,9	612,3	169,3	151,7	351,0	371,1	592,2	98,9	337,1
Q3	3 257,5	55,0	648,8	181,8	613,7	171,0	155,2	354,5	375,9	601,0	100,5	352,5
Q4	3 295,5	54,0	656,0	184,0	619,9	173,1	156,7	358,5	382,1	610,1	101,3	353,3
2024 Q1	3 316,7	55,1	646,4	187,3	624,5	174,3	160,0	362,2	385,1	619,1	102,5	364,7
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q2	0,1	-0,1	-0,6	-0,2	0,2	1,3	0,8	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,1
Q3	0,0	-1,1	-1,2	-0,1	0,3	1,0	0,1	0,3	0,2	0,2	1,8	0,0
Q4	0,0	0,2	-0,6	-0,1	-0,3	0,9	-1,0	0,1	0,5	0,7	-1,2	-0,5
2024 Q1	0,3	0,7	-0,4	0,6	0,6	0,3	0,7	0,7	0,5	0,3	0,9	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	5,8	1,1	8,7	3,0	7,8	9,3	5,6	2,0	6,7	3,5	4,3	7,2
2022	3,5	-2,5	1,2	1,1	7,7	6,1	0,7	1,8	4,9	1,9	12,0	2,6
2023	0,7	0,5	-1,6	0,5	0,3	4,3	0,2	1,3	1,3	1,2	4,1	-1,2
2023 Q2	0,8	1,3	-0,5	0,4	0,1	4,6	1,0	1,1	1,4	1,2	3,3	-1,2
Q3	0,2	0,0	-2,3	1,3	-0,5	3,5	0,7	1,2	1,1	0,9	3,2	-0,3
Q4	0,2	-0,1	-2,9	1,2	0,0	4,0	-0,9	1,1	1,2	1,3	3,4	-0,7
2024 Q1	0,4	-0,2	-2,7	0,1	0,8	3,4	0,6	1,0	1,7	1,4	2,1	-0,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
Q4	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2024 Q1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,2	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2023 Q2	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
Q4	0,2	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2024 Q1	0,4	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2023	100,0	86,3	13,7	2,8	14,2	6,4	24,5	3,3	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,3	-0,8	1,2	3,2	3,4	5,8	0,0	2,8	3,0	1,6	1,5
2023	1,4	1,5	1,1	-1,3	0,9	1,5	1,9	3,4	1,0	1,7	1,6	1,4	0,9
2023 Q2	1,5	1,5	0,9	-2,3	1,1	1,0	1,9	4,0	1,0	2,3	1,9	1,4	0,8
Q3	1,4	1,4	1,0	-1,0	0,8	1,5	2,0	2,4	1,1	0,9	1,4	1,5	0,5
Q4	1,2	1,2	1,3	-0,5	0,4	1,8	1,3	2,6	0,8	1,1	1,1	1,5	1,2
2024 Q1	1,0	1,0	0,8	-0,3	0,2	1,2	1,2	2,2	0,6	0,0	0,9	1,4	0,4
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,1	17,9	3,8	14,5	7,3	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,3	1,0	3,3	7,6	5,9	-0,2	4,6	3,9	0,6	5,7
2023	1,3	1,5	0,4	-1,5	0,6	1,2	1,6	3,0	0,7	1,1	1,6	1,5	1,5
2023 Q2	1,6	1,8	0,8	-2,5	1,2	1,3	1,8	4,1	1,3	1,8	2,2	1,8	1,7
Q3	1,4	1,6	0,7	-1,2	0,6	1,6	1,8	2,0	1,1	1,1	1,6	1,8	1,5
Q4	1,2	1,4	0,5	-0,7	0,5	1,7	1,1	3,0	0,4	0,6	1,4	1,8	1,0
2024 Q1	0,6	0,7	0,5	-1,9	-0,5	0,9	1,0	1,6	-0,2	-0,5	1,0	1,2	0,2
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,4	-0,2	0,1	4,1	0,1	-0,2	1,8	1,0	-1,0	4,2
2023	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	0,1	0,6
2023 Q2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,3	0,4	0,9
Q3	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,3	1,0
Q4	0,0	0,2	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,3	0,3	-0,2
2024 Q1	-0,3	-0,3	-0,3	-1,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
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	3,3
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 Q2	170,056	2,9	11,104	6,5	2,4	8,832	5,7	2,272	14,3	5,595	6,2	5,509	6,9	3,1
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
2023 Dez.	-	-	11,139	6,5	-	8,803	5,7	2,335	14,6	5,645	6,2	5,493	6,9	-
2024 Jan.	-	-	11,192	6,5	-	8,853	5,7	2,339	14,6	5,687	6,2	5,506	6,9	-
Febr.	-	-	11,218	6,5	-	8,881	5,7	2,337	14,6	5,698	6,2	5,520	6,9	-
März	-	-	11,125	6,5	-	8,817	5,7	2,308	14,4	5,617	6,2	5,508	6,9	-
April	-	-	11,040	6,4	-	8,756	5,6	2,284	14,2	5,617	6,1	5,423	6,7	-
Mai	-	-	11,078	6,4	-	8,791	5,6	2,287	14,2	5,653	6,2	5,425	6,7	-

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 ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,3	1,0	8,3	9,0	8,1	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,6	5,1	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	9,9	-4,3
2023	-2,2	-1,8	-5,6	2,4	-1,7	-5,7	1,5	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,8	14,5
2023 Q2	-0,9	0,0	-6,4	7,6	-1,7	-8,5	1,5	-2,2	-3,3	-1,1	-0,7	2,7	22,7
Q3	-4,8	-4,4	-5,6	-2,4	-3,2	-7,6	1,6	-2,3	-1,9	-1,6	-3,8	2,0	15,4
Q4	-4,0	-4,3	-4,8	-2,5	-6,6	-0,9	1,1	-0,7	-0,6	0,0	-4,0	1,7	4,1
2024 Q1	-4,7	-4,8	-2,9	-6,0	-5,5	-1,5	-0,7	-0,2	-0,5	0,2	-0,6	3,3	4,6
2023 Dez.	0,2	0,3	-3,6	4,6	-4,9	-1,9	2,4	-0,4	-0,1	-0,2	-3,4	2,0	-0,4
2024 Jan.	-6,5	-7,4	-3,1	-10,9	-4,2	0,7	1,0	-0,9	-1,3	-0,7	0,6	3,4	7,0
Febr.	-6,3	-6,3	-2,8	-9,1	-4,8	-3,4	-1,5	-0,3	-1,2	0,7	-1,5	4,5	4,2
März	-1,2	-1,0	-2,8	1,7	-7,2	-2,1	-0,3	0,6	1,0	0,7	-1,0	2,2	2,7
April	-3,1	-3,1	-2,1	-5,2	0,2	-1,9	-1,5	0,6	-0,3	1,2	1,1	4,8	3,7
Mai	-2,9	-3,3	-3,5	-6,5	1,9	0,7	-2,4	0,3	0,3	0,7	-0,6	.	-3,7
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Dez.	1,5	5,2	-1,4	11,4	0,3	0,3	0,3	-0,5	-0,6	-0,6	0,4	0,5	-1,4
2024 Jan.	-2,2	-6,2	2,2	-15,4	-0,3	1,1	0,7	0,0	0,3	0,3	0,5	0,3	-0,7
Febr.	0,0	0,8	0,4	1,9	-0,2	-3,2	0,1	-0,1	-0,3	0,4	-1,0	1,1	0,2
März	0,5	1,0	-0,3	0,9	-1,8	-0,1	-0,5	0,7	1,1	0,0	0,8	-0,4	-1,2
April	0,0	-0,4	-0,3	0,7	3,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	0,5	-0,7	1,1	-0,4
Mai	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	1,2	0,8	.	0,1	0,7	-0,2	0,4	.	-5,3

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
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	96,3	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q3	94,2	-8,9	80,7	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,5	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,8	-9,0	79,9	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	90,5	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 Q1	96,0	-9,2	79,4	-15,5	-5,3	-6,1	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
Q2	95,9	-10,1	79,0	-14,4	-6,4	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
2024 Jan.	96,1	-9,3	79,4	-16,1	-4,6	-5,7	8,4	90,1	46,6	46,6	48,4	47,9
Febr.	95,5	-9,5	.	-15,5	-5,5	-6,7	6,1	.	46,5	46,6	50,2	49,2
März	96,3	-8,8	.	-14,9	-5,7	-6,0	6,5	.	46,1	47,1	51,5	50,3
April	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-6,0	-6,8	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
Mai	96,1	-9,9	.	-14,3	-6,2	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
Juni	95,9	-10,1	.	-14,0	-7,0	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9

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 ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,1	95,2	2,1	3,6	18,9	8,6	8,8	36,2	7,4	77,4	5,5	10,5	3,3
2022	13,1	92,8	-0,2	2,4	12,3	2,3	8,1	37,2	5,5	72,7	3,3	9,3	2,2
2023	13,7	87,1	1,2	2,0	2,0	2,0	-0,8	35,4	5,7	68,3	1,6	1,4	0,6
2023 Q2	13,2	89,4	1,2	2,1	1,0	2,9	1,7	36,4	5,9	69,9	1,8	18,7	0,9
Q3	13,4	88,1	0,6	1,9	0,2	1,8	-0,1	36,1	5,9	68,9	1,6	-12,6	0,5
Q4	13,7	87,1	1,8	2,0	1,2	2,0	-0,8	35,4	5,7	68,3	1,6	3,3	0,6
2024 Q1	14,1	85,9	2,9	2,0	-2,6	2,3	-0,4	34,7	5,3	67,5	1,8	-4,8	0,7

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q2	1 413,1	1 354,4	58,7	728,6	668,7	336,3	304,7	303,4	292,0	44,8	89,0	25,7	22,7
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
2023 Nov.	470,1	444,6	25,5	241,4	214,1	111,2	102,2	102,3	98,8	15,2	29,4	9,4	7,5
Dez.	472,9	444,0	28,9	241,5	214,4	112,6	100,8	102,0	97,2	16,7	31,6	41,4	23,7
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	480,6	442,0	38,6	250,7	213,2	112,5	101,5	101,9	99,8	15,4	27,6	6,0	6,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 April	5 698,8	5 370,7	328,0	2 904,7	2 573,3	1 373,5	1 243,6	1 241,5	1 209,0	179,2	344,8	134,2	111,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 April	39,2	37,0	2,3	20,0	17,7	9,5	8,6	8,6	8,3	1,2	2,4	0,9	0,8

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	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 Q2	-1,5	-13,5	710,4	331,5	144,3	216,3	592,3	706,6	411,5	113,5	164,3	503,2	74,1
Q3	-5,2	-22,1	704,0	331,3	142,0	214,5	585,5	677,8	390,0	111,7	158,6	488,7	82,2
Q4	-4,8	-16,6	708,5	333,6	144,2	214,8	588,5	669,8	383,1	107,5	157,7	476,9	81,1
2024 Q1	-3,0	-12,0	714,3	336,8	142,2	219,1	590,2	655,1	371,4	105,0	158,1	463,4	75,7
2023 Dez.	-8,3	-18,5	235,2	110,5	47,6	72,1	193,2	221,2	124,9	36,0	52,3	157,9	25,0
2024 Jan.	1,3	-16,0	238,7	113,4	48,1	71,9	197,4	212,0	121,5	33,7	51,3	150,2	25,2
Febr.	0,3	-8,0	238,0	111,3	47,6	73,0	197,1	221,3	124,6	35,6	52,5	154,7	24,8
März	-9,4	-11,5	237,6	112,1	46,6	74,1	195,7	221,8	125,3	35,6	54,4	158,5	25,7
April	13,5	1,8	243,9	113,9	46,3	76,5	199,5	225,4	130,4	35,6	54,8	158,6	28,3
Mai	-0,5	-6,4	237,4	.	.	.	196,1	225,1	.	.	.	156,8	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q2	-3,6	-6,7	97,2	92,6	99,8	105,1	97,2	109,5	107,2	112,2	111,8	110,6	158,7
Q3	-4,2	-10,1	96,3	93,8	95,9	102,4	96,0	106,7	104,6	111,4	109,5	108,5	171,5
Q4	-3,6	-8,7	96,4	93,1	96,1	103,0	95,6	104,6	101,9	104,6	108,3	105,7	164,5
2024 Q1	-4,0	-7,0	96,8	94,0	93,5	104,2	95,6	103,7	101,2	101,2	107,6	103,2	164,4
2023 Nov.	-3,2	-9,3	96,3	92,9	96,2	103,3	95,9	103,3	101,0	101,3	107,7	104,2	162,8
Dez.	-7,3	-11,0	96,8	93,1	96,2	104,7	95,4	105,1	102,0	105,3	107,0	105,3	168,6
2024 Jan.	0,8	-9,6	97,9	96,1	95,5	102,4	96,8	101,7	99,9	97,2	104,7	100,9	161,0
Febr.	-0,7	-3,4	96,5	92,6	92,5	105,0	95,2	103,9	101,4	102,9	107,0	103,3	166,8
März	-10,8	-7,8	96,0	93,1	92,4	105,3	94,9	105,5	102,2	103,6	110,9	105,5	165,4
April	10,9	2,7	97,0	94,3	90,5	107,6	95,8	105,0	103,1	102,5	109,0	105,4	174,6

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 2.8) und durch Eurostat (Tabelle 2.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
2) Gemäß der Systematik der Güter nach großen Wirtschaftskategorien (Broad Economic Categories).

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2023 Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	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	0,9	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3	
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,8	-0,2	0,3	0,2	1,1	2,7	2,3	
Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,4	-0,5	0,0	-0,5	1,3	2,5	2,8	
2023 Jan.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,3	0,1	1,2	0,4	3,0	1,9	
Febr.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,4	0,3	-1,0	0,1	1,4	0,5	2,6	2,5	
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	-0,1	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	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	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
2024 Jan.	5,6	5,2	6,9	-0,3	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
Febr.	3,9	4,5	2,1	0,2	1,6	-3,7	3,4	2,8	3,3	0,1	5,2	3,9
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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾	
	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	7,4	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6	
2022	133,5	33,5	17,2	14,0	19,9	7,2	12,2	16,4	7,0	82,0	11,9	7,1	0,6	
2023	130,5	-2,2	1,8	3,7	-0,3	5,1	8,3	8,5	5,0	-13,3	6,9	-1,1	-8,3	
2023 Q2	129,0	-0,8	0,7	4,1	-0,6	5,7	9,5	9,7	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,2	
Q3	128,1	-8,8	-0,5	1,3	-4,0	4,4	6,4	5,6	4,1	-25,2	5,1	-2,2	-9,4	
Q4	128,4	-8,7	-1,2	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,2	2,4	-23,1	4,5	-1,2	-9,3	
2024 Q1	125,4	-8,0	-1,6	-1,3	-5,2	2,0	1,5	-0,2	0,9	-20,4	3,7	-0,4	.	
2023 Dez.	127,7	-9,6	-0,9	-0,3	-4,6	3,0	3,1	1,6	2,1	-25,2	-	-	-	
2024 Jan.	126,5	-8,0	-2,0	-1,2	-5,4	2,2	1,8	0,3	1,1	-19,9	-	-	-	
Febr.	125,2	-8,3	-1,6	-1,3	-5,4	2,1	1,4	-0,4	0,9	-21,1	-	-	-	
März	124,5	-7,8	-1,3	-1,3	-4,8	1,9	1,2	-0,6	0,8	-20,2	-	-	-	
April	123,3	-5,7	-0,7	-0,9	-3,9	1,5	1,0	-0,9	0,7	-14,7	-	-	-	
Mai	123,0	-4,2	-0,2	-0,4	-2,9	1,6	1,1	-0,4	0,8	-11,4	-	-	-	

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 ¹⁾	Importe ¹⁾		Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,9	4,7	6,9	6,8	4,3	8,0	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,7	6,0	4,2	6,1	3,9	4,1	0,6	-2,9	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 Q3	122,2	6,0	3,2	5,8	4,0	3,0	-1,9	-7,0	79,8	-13,4	-14,5	-12,2	-14,5	-15,2	-13,7
Q4	123,6	5,1	3,6	3,8	3,1	2,5	-1,4	-4,6	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 Q1	124,3	3,6	2,6	2,9	3,8	2,1	-0,6	-3,0	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	85,0	12,6	15,9	9,4	11,3	12,8	9,4
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-4,8	-0,4	-8,8	-5,5	-2,5	-8,9
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-3,3	1,5	-8,0	-3,2	1,1	-8,2
März	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	1,2	8,3	-5,7	0,7	6,6	-6,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	85,0	12,7	20,4	5,0	10,5	15,1	5,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,6	12,6	12,6	11,5	11,0	12,2
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,6	14,5	10,7	11,8	12,3	11,2

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

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					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	22,0	15,3	6,4	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	16,6	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	6,0	13,8	13,8	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
2024 Jan.	4,6	18,6	20,0	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Febr.	3,9	16,9	17,3	3,7	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
März	5,5	14,4	15,2	1,7	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
April	5,6	14,1	14,0	2,5	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
Mai	6,5	13,8	13,4	3,5	56,9	49,2	60,5	48,3	54,2
Juni	6,1	13,5	14,1	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5

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 ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,0	0,5	0,9	1,0	1,4
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,1	2,9
2023	110,5	4,5	4,4	4,8	5,0	3,4	4,5
2023 Q2	113,8	4,4	4,5	4,0	4,6	3,9	4,4
Q3	107,4	5,2	5,2	5,0	5,8	3,9	4,7
Q4	118,0	3,4	3,3	4,0	4,2	2,0	4,5
2024 Q1	107,9	5,1	5,2	4,5	5,0	5,3	4,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,6	5,5	-1,8	1,2	-1,5	5,0	1,0	0,9	-0,1
2022	113,7	3,3	6,9	3,6	6,1	1,9	3,0	2,7	4,9	3,2	3,5	-3,0
2023	120,8	6,2	3,7	8,1	5,7	7,4	4,3	5,4	4,3	6,5	4,4	2,3
2023 Q2	119,5	6,1	2,3	6,8	5,4	7,7	4,6	4,1	4,5	6,6	4,9	2,6
Q3	121,5	6,5	4,2	9,1	5,0	7,8	4,0	4,6	3,3	6,5	5,5	2,9
Q4	123,3	6,0	4,6	9,3	5,7	7,0	3,8	6,8	5,6	5,3	3,6	4,3
2024 Q1	125,3	5,7	3,1	7,6	6,3	4,6	3,8	4,8	4,5	4,3	5,8	5,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,1	3,6	4,0	6,2	3,3	3,3	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,2	5,6	5,5	4,6	5,8	5,1	4,6	3,9	6,2	4,1	5,6
2023 Q2	121,6	5,2	6,0	5,1	4,7	5,8	5,3	4,1	3,2	6,0	4,6	5,2
Q3	123,4	5,3	5,3	5,7	4,8	5,1	5,1	4,1	3,6	6,3	4,9	5,8
Q4	124,8	4,9	5,1	5,7	5,1	5,6	5,2	5,1	5,6	5,4	3,3	6,6
2024 Q1	126,8	5,0	3,3	4,6	5,1	4,1	5,0	4,8	5,6	5,1	5,7	7,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,2	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-1,7	-0,1	-2,0	4,2	0,3	0,7	-0,9	1,9	0,3	10,4
2023	101,5	-1,0	1,8	-2,5	-1,0	-1,5	0,8	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	3,2
2023 Q2	101,8	-0,8	3,6	-1,6	-0,6	-1,8	0,7	0,0	-1,2	-0,5	-0,2	2,5
Q3	101,6	-1,2	1,0	-3,0	-0,2	-2,5	1,1	-0,4	0,3	-0,2	-0,6	2,7
Q4	101,2	-1,0	0,4	-3,3	-0,6	-1,4	1,4	-1,6	0,0	0,1	-0,2	2,1
2024 Q1	101,2	-0,6	0,2	-2,8	-1,1	-0,4	1,2	0,0	1,0	0,8	-0,1	1,8
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	3,9	4,3	1,7	3,3	3,4	2,7	3,9	4,9	3,7
2023	124,0	5,2	5,4	5,8	4,8	5,8	5,3	5,0	4,5	6,0	4,0	4,8
2023 Q2	122,4	4,9	6,5	4,9	4,7	5,9	5,0	3,9	3,7	5,7	4,1	3,9
Q3	124,5	5,1	4,9	5,8	4,8	5,2	5,2	4,3	4,5	6,0	4,6	4,3
Q4	126,2	4,7	4,9	5,6	4,9	5,6	4,5	5,2	4,8	4,9	3,1	6,4
2024 Q1	128,1	5,4	3,9	5,1	5,5	4,5	5,7	5,5	5,7	5,2	5,9	7,9
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2021	104,7	0,0	0,0	3,4	-6,2	1,0	1,3	2,6	-3,7	-1,4	-0,3	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,3	0,2	-2,1	0,1	0,2	0,8	-2,6	1,0	1,3	5,9
2023	103,8	-0,8	2,1	-2,2	-0,7	-1,3	1,2	-0,4	0,1	-0,3	-0,3	2,6
2023 Q2	103,6	-1,0	3,9	-1,7	-0,9	-1,7	0,5	-0,2	-0,7	-0,8	-0,6	1,6
Q3	103,6	-1,2	1,2	-2,8	-0,3	-2,3	1,6	-0,4	0,1	-0,5	-0,9	1,7
Q4	103,4	-1,1	0,6	-3,4	-0,5	-1,2	1,0	-1,3	0,5	-0,2	-0,5	2,3
2024 Q1	103,4	-0,3	1,7	-2,2	-0,8	-0,2	1,7	0,8	1,5	0,7	0,1	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	SOFR 6	TONAR 7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 Jan.	3,90	3,87	3,93	3,89	3,61	5,32	-0,01
Febr.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01
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

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 ¹⁾					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Jan.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
Febr.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79
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

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024 Jan.	471,8	4 505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4 804,5	35 451,8
Febr.	489,4	4 758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1 085,4	353,4	283,8	747,9	5 012,0	37 785,2
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

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Juni	0,23	1,37	2,71	2,59	7,29	16,35	7,03	7,49	7,99	5,11	4,42	4,07	3,72	3,41	4,05	3,71
Juli	0,27	1,42	2,83	2,86	7,50	16,41	8,42	7,73	8,41	5,23	4,58	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
Aug.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,78	7,83	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	1,59	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	1,65	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	1,68	3,20	3,15	8,14	16,85	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	16,80	7,68	7,94	8,63	5,31	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84
März	0,39	1,71	3,18	2,91	8,18	16,90	8,09	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	16,92	8,11	7,85	8,58	5,19	4,82	3,99	3,59	3,42	4,04	3,80
Mai	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	16,96	7,59	7,95	8,69	5,26	4,79	3,97	3,62	3,42	4,03	3,80

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Juni	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
Juli	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
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	5,39	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	5,62	5,35	5,09	4,30	5,19	4,99	4,15	5,18
Mai	0,92	3,64	3,61	5,32	5,27	5,73	5,68	5,37	5,07	4,29	4,99	4,96	4,18	5,10

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	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		
Kurzfristig															
2021	1 406,8	427,4	125,0	48,7	89,7	764,7	674,9	386,5	137,9	78,9	26,3	32,1	137,6	104,8	
2022	1 378,1	475,1	141,4	50,4	94,6	667,0	621,7	480,3	182,5	115,7	48,1	48,1	133,9	97,1	
2023	1 528,1	605,3	134,9	51,1	86,2	701,8	659,1	500,4	212,6	111,5	37,8	48,9	127,5	103,8	
2024 Jan.	1 539,4	609,0	155,2	51,4	90,4	684,8	642,7	552,8	211,2	145,8	43,2	47,1	148,8	121,6	
Febr.	1 534,3	604,4	152,9	49,4	93,1	683,8	643,2	458,8	183,6	112,6	36,6	39,7	122,9	100,7	
März	1 537,4	612,4	151,3	48,5	82,0	691,6	644,0	462,8	183,3	109,7	33,3	38,6	131,3	102,8	
April	1 516,6	571,3	160,8	53,8	91,3	693,3	645,0	452,9	171,0	101,4	38,7	48,9	131,5	105,1	
Mai	1 516,1	551,9	181,9	53,5	93,4	688,9	635,8	455,5	174,2	105,9	40,5	41,8	133,6	102,1	
Juni	1 527,2	564,8	171,6	50,5	87,6	703,1	655,0	410,1	160,0	84,8	35,7	38,4	126,8	95,4	
Langfristig															
2021	19 894,9	4 181,6	3 327,3	1 344,0	1 622,3	10 763,7	9 942,7	3 116,6	68,8	82,9	33,5	23,3	141,6	128,1	
2022	17 849,5	3 967,2	3 194,1	1 341,0	1 417,4	9 270,8	8 558,8	298,9	79,5	71,7	30,2	17,0	130,6	121,2	
2023	19 507,0	4 504,4	3 374,2	1 356,7	1 527,9	10 100,5	9 360,8	323,2	94,5	69,1	25,4	21,2	138,4	130,0	
2024 Jan.	19 612,7	4 560,4	3 432,7	1 364,7	1 527,4	10 092,2	9 345,0	472,9	167,5	89,7	30,7	22,7	193,0	172,3	
Febr.	19 571,4	4 559,9	3 432,0	1 359,1	1 516,8	10 062,7	9 310,8	371,3	100,5	65,0	11,3	19,3	186,4	168,1	
März	19 846,1	4 640,0	3 462,0	1 367,0	1 537,5	10 206,6	9 444,8	434,8	126,5	94,4	31,1	34,9	179,0	164,3	
April	19 747,2	4 655,5	3 451,2	1 356,4	1 536,2	10 104,2	9 354,5	346,3	100,5	66,3	10,5	35,6	143,9	138,0	
Mai	19 793,5	4 672,7	3 486,1	1 350,2	1 543,3	10 091,3	9 341,1	398,1	77,1	109,2	19,6	33,5	178,3	160,1	
Juni	19 928,4	4 685,0	3 508,8	1 356,3	1 557,8	10 176,9	9 422,2	308,3	74,8	69,4	27,2	28,0	136,0	127,7	

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	
Umlauf											
2021	21 301,6	4 609,0	3 452,2	1 392,7	1 712,0	11 528,4	10 617,5	10 367,6	600,3	1 486,6	8 279,7
2022	19 227,6	4 442,3	3 335,5	1 391,4	1 512,0	9 937,8	9 180,5	8 712,4	525,2	1 290,2	6 896,4
2023	21 035,1	5 109,7	3 509,0	1 407,9	1 614,1	10 802,3	10 019,9	9 690,9	621,8	1 410,7	7 658,0
2024 Jan.	21 152,1	5 169,5	3 587,9	1 416,1	1 617,8	10 777,0	9 987,8	9 842,9	641,1	1 439,4	7 762,0
Febr.	21 105,6	5 164,3	3 584,8	1 408,5	1 609,9	10 746,6	9 954,0	10 167,2	652,5	1 502,1	8 012,2
März	21 383,5	5 252,5	3 613,3	1 415,6	1 619,5	10 898,2	10 088,8	10 523,5	727,4	1 591,3	8 204,3
April	21 263,8	5 226,8	3 612,0	1 410,2	1 627,5	10 797,5	9 999,4	10 248,0	729,1	1 529,5	7 989,0
Mai	21 309,6	5 224,6	3 668,0	1 403,7	1 636,8	10 780,1	9 976,9	10 382,2	750,6	1 556,6	8 074,6
Juni	21 455,6	5 249,8	3 680,4	1 406,9	1 645,4	10 880,0	10 077,1	10 074,2	697,9	1 502,7	7 873,2
Wachstumsraten¹⁾											
2023 Nov.	5,5	10,7	2,9	1,2	2,5	4,5	4,9	-1,3	-3,3	0,9	-1,5
Dez.	5,9	12,2	3,0	1,2	2,3	4,6	5,0	-1,5	-3,1	0,7	-1,7
2024 Jan.	6,0	11,1	4,7	2,4	2,1	4,7	5,1	-1,5	-3,0	0,7	-1,8
Febr.	5,7	10,6	4,4	1,7	2,0	4,5	4,8	-1,5	-3,0	0,7	-1,7
März	5,8	11,4	4,7	2,3	2,3	4,2	4,6	-1,3	-3,0	1,0	-1,6
April	5,7	10,2	4,6	1,0	3,0	4,3	4,6	-1,4	-3,1	0,6	-1,6
Mai	5,4	8,8	4,0	-2,3	2,8	4,8	4,7	-1,2	-3,2	0,5	-1,3
Juni	4,7	7,8	3,4	-3,1	3,1	4,1	4,1	-0,6	-3,3	-1,0	-0,3

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2021	99,6	93,7	93,7	89,3	68,3	87,5	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,7	84,2	63,4	82,7	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,3	65,2	86,3	121,8	94,7
2023 Q3	98,9	94,9	99,0	89,0	65,6	87,2	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,3	88,8	65,9	87,1	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,5	98,3	88,8	65,9	87,7	123,7	95,2
Q2	98,7	94,5	98,9	.	.	.	124,1	95,1
2024 Jan.	98,4	94,4	98,3	-	-	-	123,6	95,2
Febr.	98,1	94,1	98,1	-	-	-	123,3	94,9
März	98,8	94,8	98,7	-	-	-	124,2	95,5
April	98,6	94,5	98,5	-	-	-	124,0	95,1
Mai	98,9	94,8	99,2	-	-	-	124,4	95,3
Juni	98,5	94,4	99,0	-	-	-	124,0	94,9
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2024 Juni	-0,4	-0,4	-0,1	-	-	-	-0,3	-0,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2024 Juni	0,3	0,6	0,8	-	-	-	1,8	0,2

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 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 Jan.	7,820	.	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
Febr.	7,765	.	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
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
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2024 Juni	-0,2	0,0	-0,2	0,0	2,0	0,8	1,0	-1,1	0,0	-2,9	-2,2	-0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2024 Juni	0,5	.	4,6	0,1	6,5	10,9	-3,1	-1,4	0,3	-3,4	-1,5	-0,7

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
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
Bestände in % des BIP												
2024 Q1	231,4	227,4	4,1	84,5	67,6	90,6	106,5	-0,1	48,1	53,3	8,4	114,0
Transaktionen												
2023 Q2	56,4	5,1	51,3	-89,4	-84,3	222,8	154,0	-4,8	-74,1	-64,7	1,9	-
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	-
2023 Nov.	-4,2	-32,7	28,4	-50,3	-52,1	46,7	26,8	1,1	-3,1	-7,4	1,4	-
Dez.	-277,0	-324,1	47,0	-144,5	-131,5	-4,0	44,2	4,9	-134,8	-236,7	1,5	-
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	70,8	53,4	17,3	27,0	-8,2	22,3	44,5	7,3	13,4	17,1	0,8	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2024 April	492,1	90,7	401,4	-207,1	-316,6	487,9	576,9	37,3	164,1	-169,5	9,9	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2024 April	3,4	0,6	2,8	-1,4	-2,2	3,4	4,0	0,3	1,1	-1,2	0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	Bargeldumlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	M2-M1		Zusammen		Repogeschäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
				Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
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	819,8	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 Q2	1 535,3	9 179,2	10 714,4	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 097,4	114,1	695,9	83,7	893,7	15 991,1
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 ^(p)	1 522,3	8 735,8	10 258,1	2 447,5	2 431,0	4 878,5	15 136,6	192,7	787,1	72,9	1 052,7	16 189,3
2023 Dez.	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 Jan.	1 532,6	8 729,1	10 261,7	2 360,5	2 447,6	4 808,1	15 069,9	183,2	754,0	85,6	1 022,8	16 092,7
Febr.	1 532,7	8 711,8	10 244,5	2 423,9	2 433,7	4 857,6	15 102,1	178,5	769,2	69,4	1 017,2	16 119,3
März	1 522,3	8 735,8	10 258,1	2 447,5	2 431,0	4 878,5	15 136,6	192,7	787,1	72,9	1 052,7	16 189,3
April	1 531,3	8 722,3	10 253,7	2 459,8	2 431,4	4 891,2	15 144,9	205,1	797,2	73,2	1 075,5	16 220,4
Mai ^(p)	1 528,5	8 740,4	10 268,9	2 505,4	2 430,7	4 936,0	15 204,9	205,1	791,2	66,4	1 062,7	16 267,6
Transaktionsbedingte Veränderungen												
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	23,1	157,8	23,9
2023 Q2	-6,9	-275,6	-282,4	226,1	-30,2	195,9	-86,5	11,6	19,0	-5,5	25,2	-61,3
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	-6,3	54,6	147,6
2024 Q1 ^(p)	-13,1	-104,1	-117,2	135,8	-27,0	108,9	-8,3	8,3	47,4	8,0	63,7	55,4
2023 Dez.	2,3	12,5	14,8	78,3	11,7	90,0	104,8	3,8	21,3	-2,3	22,8	127,6
2024 Jan.	-2,8	-110,2	-113,0	46,7	-11,0	35,7	-77,3	-1,2	14,4	21,2	34,3	-43,0
Febr.	0,1	-17,8	-17,8	65,7	-13,3	52,4	34,6	-4,6	15,1	-14,9	-4,4	30,2
März	-10,3	24,0	13,6	23,5	-2,7	20,8	34,4	14,2	17,9	1,7	33,7	68,2
April	9,0	-15,0	-6,0	10,5	0,4	10,9	4,9	12,2	9,9	1,1	23,2	28,1
Mai ^(p)	-2,8	21,1	18,3	35,6	-0,7	34,9	53,3	0,3	-6,0	-6,8	-12,4	40,8
Wachstumsraten												
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	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2023 Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,8	-0,4	24,0	-0,6	-2,7	14,4	325,1	22,3	0,5
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,8	19,9	-1,2
Q4	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2024 Q1 ^(p)	-1,3	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-16,7	19,3	0,9
2023 Dez.	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2024 Jan.	-0,5	-9,9	-8,6	62,1	-4,3	19,8	-1,1	25,1	18,2	68,9	22,8	0,1
Febr.	-0,4	-8,9	-7,8	57,9	-4,7	18,8	-0,6	29,6	17,8	0,1	18,2	0,4
März	-1,3	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-16,7	19,3	0,9
April	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-10,3	22,6	1,3
Mai ^(p)	-0,5	-5,6	-4,9	41,3	-3,9	14,7	0,7	64,6	14,7	-23,2	17,5	1,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
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 Q2	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 362,5	5 310,2	701,6	2 349,9	0,8	1 186,6	229,1	564,9
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
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 ^(p)	3 332,7	2 380,0	814,3	127,6	10,8	8 460,0	5 056,1	1 135,9	2 267,0	1,0	1 244,0	227,2	543,1
2023 Dez.	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 Jan.	3 325,8	2 383,3	802,9	128,4	11,1	8 441,4	5 083,3	1 073,2	2 283,8	1,1	1 208,5	221,9	522,9
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
März	3 332,7	2 380,0	814,3	127,6	10,8	8 460,0	5 056,1	1 135,9	2 267,0	1,0	1 244,0	227,2	543,1
April	3 346,2	2 384,1	824,6	126,7	10,7	8 487,7	5 058,8	1 160,5	2 267,4	1,0	1 248,6	209,8	526,4
Mai ^(p)	3 371,9	2 389,6	846,7	126,9	8,7	8 495,6	5 046,6	1 180,3	2 267,7	1,0	1 262,3	214,7	537,0
Transaktionsbedingte Veränderungen													
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 Q2	0,7	-91,7	90,6	-0,6	2,4	-19,1	-127,0	135,2	-27,1	-0,1	-37,7	-1,3	-10,7
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
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 ^(p)	-4,0	-46,0	45,8	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,3	-8,0	1,3
2023 Dez.	11,4	20,7	-4,7	-0,3	-4,2	52,3	-12,5	52,0	12,2	0,6	25,6	11,6	5,4
2024 Jan.	-10,9	-42,1	34,3	-3,3	0,1	13,5	-28,6	49,7	-7,2	-0,3	-46,4	-13,2	-18,8
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
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
April	13,0	3,7	10,3	-0,8	-0,2	27,3	2,5	24,5	0,4	-0,1	3,1	-17,6	-17,7
Mai ^(p)	28,4	7,0	23,1	0,1	-1,9	8,5	-11,8	20,0	0,3	0,0	3,8	5,1	10,6
Wachstumsraten													
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 Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,4	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
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
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 ^(p)	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
2023 Dez.	-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 Jan.	-1,1	-11,2	49,6	-3,2	57,8	0,3	-8,3	121,7	-4,3	39,2	-5,3	-4,9	-7,3
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
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
April	0,6	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,8	-4,3	9,0	1,9	-8,6	-6,8
Mai ^(p)	1,9	-5,4	31,8	-3,2	-11,9	1,5	-5,7	81,0	-3,9	11,2	2,7	-5,7	-4,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
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	6 361,8	1 004,7	5 332,0	15 390,4	12 990,1	13 177,9	5 129,8	6 632,2	1 080,6	147,6	1 564,3	836,0
2023	6 315,7	994,7	5 295,6	15 493,8	13 037,0	13 256,8	5 126,7	6 648,6	1 122,8	139,0	1 559,1	897,7
2023 Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 430,9	12 986,6	13 207,9	5 126,9	6 636,1	1 081,1	142,5	1 575,0	869,3
Q3	6 212,1	989,2	5 197,9	15 435,4	12 984,0	13 192,8	5 114,7	6 635,7	1 096,5	137,2	1 576,9	874,6
Q4	6 315,7	994,7	5 295,6	15 493,8	13 037,0	13 256,8	5 126,7	6 648,6	1 122,8	139,0	1 559,1	897,7
2024 Q1	6 217,3	976,8	5 214,9	15 547,5	13 044,8	13 275,9	5 115,7	6 644,2	1 145,1	139,8	1 571,2	931,4
2023 Dez.	6 315,7	994,7	5 295,6	15 493,8	13 037,0	13 256,8	5 126,7	6 648,6	1 122,8	139,0	1 559,1	897,7
2024 Jan.	6 249,9	984,4	5 240,1	15 498,6	13 004,6	13 240,7	5 110,5	6 634,7	1 125,2	134,1	1 584,3	909,7
Febr.	6 210,2	982,6	5 202,1	15 527,6	13 028,1	13 262,5	5 113,2	6 638,2	1 140,6	136,1	1 581,9	917,5
März	6 217,3	976,8	5 214,9	15 547,5	13 044,8	13 275,9	5 115,7	6 644,2	1 145,1	139,8	1 571,2	931,4
April	6 209,8	972,8	5 211,4	15 534,1	13 058,3	13 292,4	5 111,4	6 642,1	1 167,7	137,0	1 556,0	919,8
Mai	6 176,7	972,8	5 178,3	15 530,6	13 067,0	13 300,2	5 117,2	6 640,7	1 179,1	130,0	1 541,6	922,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
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	176,0	9,6	165,6	635,9	624,1	680,7	269,4	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,4
2023	-160,5	-16,8	-144,0	55,5	25,1	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 Q2	-75,1	-8,6	-67,0	7,0	-25,7	6,3	-5,1	-28,6	7,2	0,8	17,5	15,2
Q3	-18,2	1,6	-19,5	10,1	2,2	-9,3	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
Q4	5,9	7,8	-2,2	39,1	46,6	69,4	10,0	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 Q1	-75,1	-16,4	-58,9	60,9	24,9	37,5	-5,4	-0,9	30,5	0,8	12,3	23,7
2023 Dez.	36,3	9,0	27,2	6,2	-5,1	13,4	11,3	-3,5	-17,8	4,9	-4,3	15,7
2024 Jan.	-44,2	-8,8	-35,6	7,2	-28,0	-11,8	-14,1	-13,2	4,2	-4,9	27,0	8,3
Febr.	-22,1	-2,0	-20,0	36,3	32,9	33,3	5,7	4,7	20,4	2,0	-1,3	4,7
März	-8,8	-5,6	-3,3	17,3	20,1	16,0	3,0	7,6	5,8	3,6	-13,4	10,6
April	14,4	-3,3	17,6	-7,4	13,2	16,5	-4,5	-1,1	21,7	-2,8	-14,5	-6,1
Mai	-28,7	0,0	-28,8	-9,0	2,9	3,2	8,1	-1,2	2,9	-7,0	-13,8	1,9
Wachstumsraten												
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 Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,6	1,4	2,0	2,5	1,1	0,8	-12,2	1,0	4,4
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	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
2023 Dez.	-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 Jan.	-2,5	-1,1	-2,7	0,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	3,0	-9,1	1,3	6,4
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	-2,6	-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	6,9	-7,6	-2,5	5,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
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	5 214,7	700,2
2023	5 126,7	5 143,4	910,1	1 091,2	3 125,5	6 648,6	6 865,8	733,5	5 229,2	685,9
2023 Q2	5 126,9	5 137,8	922,0	1 088,2	3 116,8	6 636,1	6 869,6	726,0	5 209,8	700,3
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	910,1	1 091,2	3 125,5	6 648,6	6 865,8	733,5	5 229,2	685,9
2024 Q1	5 115,7	5 132,8	888,0	1 088,6	3 139,0	6 644,2	6 873,5	742,0	5 222,6	679,6
2023 Dez.	5 126,7	5 143,4	910,1	1 091,2	3 125,5	6 648,6	6 865,8	733,5	5 229,2	685,9
2024 Jan.	5 110,5	5 128,0	889,9	1 093,8	3 126,9	6 634,7	6 869,4	734,7	5 216,4	683,7
Febr.	5 113,2	5 130,4	890,8	1 090,6	3 131,8	6 638,2	6 871,8	736,7	5 220,3	681,2
März	5 115,7	5 132,8	888,0	1 088,6	3 139,0	6 644,2	6 873,5	742,0	5 222,6	679,6
April	5 111,4	5 127,3	876,8	1 087,7	3 146,9	6 642,1	6 876,1	741,3	5 223,9	676,9
Mai	5 117,2	5 130,1	888,2	1 086,2	3 142,8	6 640,7	6 877,4	742,0	5 222,2	676,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
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	78,0	77,4	114,1	241,9	250,3	23,3	217,8	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,8	10,5	27,9	7,8	25,7	18,9	9,9	-21,1
2023 Q2	-5,1	-0,1	-9,6	-2,9	7,5	-28,6	1,1	3,9	-27,6	-4,9
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	4,0	5,4	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 Q1	-5,4	-3,3	-20,0	-1,4	16,0	-0,9	9,8	9,4	-5,2	-5,0
2023 Dez.	11,3	16,7	6,7	4,6	0,0	-3,5	-0,4	2,0	-3,7	-1,9
2024 Jan.	-14,1	-12,9	-18,8	1,8	2,9	-13,2	3,5	1,1	-12,4	-1,8
Febr.	5,7	6,2	2,1	-2,4	5,9	4,7	4,0	2,5	4,5	-2,3
März	3,0	3,4	-3,3	-0,9	7,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,9
April	-4,5	-5,4	-7,5	-2,4	5,4	-1,1	3,2	-0,1	1,4	-2,4
Mai	8,1	5,2	12,2	-0,8	-3,3	-1,2	2,6	1,0	-1,5	-0,7
Wachstumsraten										
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	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Q2	2,5	3,1	-1,8	6,3	2,5	1,1	1,7	2,6	1,3	-1,7
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	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 Q1	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2023 Dez.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 Jan.	-0,5	0,2	-5,8	0,8	0,7	-0,1	0,3	2,7	-0,1	-3,1
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	-3,8	-0,7	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1
Mai	-0,1	0,3	-2,3	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
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	6 755,7	1 783,1	45,9	2 121,8	2 804,8	1 333,4	387,2	137,2	147,2
2023	461,3	7 340,2	1 826,4	90,5	2 422,1	3 001,2	1 859,0	268,1	155,0	152,6
2023 Q2	484,9	6 985,0	1 806,8	61,5	2 229,8	2 886,9	1 461,0	293,9	169,0	172,6
Q3	455,9	7 144,7	1 824,6	72,9	2 367,0	2 880,2	1 633,3	314,0	153,8	163,3
Q4	461,3	7 340,2	1 826,4	90,5	2 422,1	3 001,2	1 859,0	268,1	155,0	152,6
2024 Q1 ^(p)	399,4	7 464,7	1 828,5	105,2	2 502,4	3 028,5	2 045,5	243,2	178,0	174,2
2023 Dez.	461,3	7 340,2	1 826,4	90,5	2 422,1	3 001,2	1 859,0	268,1	155,0	152,6
2024 Jan.	457,2	7 377,6	1 829,9	96,9	2 447,4	3 003,4	1 961,6	217,4	165,7	159,7
Febr.	438,6	7 366,3	1 828,1	101,7	2 464,0	2 972,5	1 941,7	244,6	165,4	173,4
März	399,4	7 464,7	1 828,5	105,2	2 502,4	3 028,5	2 045,5	243,2	178,0	174,2
April	438,2	7 507,3	1 826,4	107,9	2 531,7	3 041,3	2 173,2	248,9	163,6	177,4
Mai ^(p)	445,1	7 507,5	1 824,7	109,1	2 527,9	3 045,9	2 232,7	280,2	159,1	165,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	62,0	-89,0	-4,4	15,5	139,9	-68,4	-174,8	10,4	18,0
2023	-193,6	332,2	24,7	40,1	225,3	42,1	459,0	-191,4	19,7	9,0
2023 Q2	-88,7	96,8	13,8	6,1	61,8	15,1	90,0	-75,1	16,8	6,7
Q3	-29,1	96,5	16,9	11,4	44,9	23,3	130,5	-59,7	-13,3	-6,0
Q4	5,4	61,3	-11,3	17,6	60,0	-5,0	176,1	-6,9	1,2	-10,7
2024 Q1 ^(p)	-61,5	107,1	4,9	14,7	94,3	-6,8	133,8	-18,6	25,6	21,5
2023 Dez.	53,8	12,2	-2,0	6,8	19,1	-11,7	52,9	98,3	-15,4	-9,4
2024 Jan.	-3,7	61,9	2,7	6,4	38,3	14,5	105,9	-53,8	10,7	7,0
Febr.	-18,6	12,4	1,8	4,7	14,8	-9,0	-11,9	21,7	2,3	13,7
März	-39,2	32,8	0,4	3,5	41,2	-12,4	39,7	13,6	12,5	0,8
April	39,5	23,2	-2,1	2,6	23,4	-0,7	100,6	-16,7	-14,4	3,2
Mai ^(p)	6,8	11,2	-1,0	1,3	3,2	7,7	61,6	34,9	-4,5	-12,4
Wachstumsraten										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,9	-4,8	-13,0	0,6	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 Q2	-37,5	3,6	-2,2	25,1	8,7	3,2	-	-	1,8	10,3
Q3	-30,2	4,9	1,4	48,8	10,4	2,3	-	-	5,6	14,2
Q4	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 Q1 ^(p)	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
2023 Dez.	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 Jan.	-20,1	5,2	1,6	85,3	10,3	2,1	-	-	8,4	4,2
Febr.	-21,4	5,0	1,7	88,6	10,5	1,4	-	-	10,0	11,0
März	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
April	-23,2	5,1	0,4	89,7	12,4	0,8	-	-	9,6	11,8
Mai ^(p)	-10,4	4,7	0,6	85,1	11,0	0,7	-	-	-6,1	-8,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,7	6,0	1,5	25,3	4,6
2021	47,1	46,3	13,2	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	47,0	46,2	13,5	12,9	14,8	0,8	50,6	45,3	9,9	5,9	1,7	22,8	5,3
2023	46,5	45,6	13,4	12,5	14,7	0,8	50,1	44,6	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4
2023 Q1	46,7	45,9	13,4	12,8	14,7	0,8	50,4	45,1	9,8	5,9	1,7	22,7	5,3
Q2	46,5	45,7	13,4	12,7	14,7	0,8	50,5	45,1	9,8	5,9	1,7	22,7	5,4
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4
Q4	46,4	45,6	13,4	12,5	14,7	0,8	50,0	44,6	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,3	39,1	42,9	11,2	86,0	18,8	31,0	47,5	95,6	1,7
2021	94,8	3,0	13,9	77,9	54,9	41,3	39,9	9,9	84,9	17,4	30,3	47,2	93,3	1,4
2022	90,8	2,7	13,2	74,9	53,1	40,2	37,7	8,8	82,0	16,3	28,8	45,7	89,9	1,0
2023	88,6	2,5	12,2	73,9	49,9	36,6	38,7	8,0	80,5	15,4	28,4	44,7	87,8	0,8
2023 Q1	90,6	2,5	12,8	75,2	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,1	2,5	12,4	75,1	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,6	2,5	12,2	74,9	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88,6	2,5	12,2	73,9	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-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	13,1	5,5	2,2	2,5	2,1	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,1	5,3	9,6	
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	-3,9	2,0	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-0,7	-5,6	2,7	
2023	-2,3	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,8	2,7	
2023 Q1	-3,9	2,1	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	0,1	0,1	0,8	-0,7	-5,3	2,3	
Q2	-3,4	2,3	-0,9	-1,2	-1,5	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,5	-4,7	2,3	
Q3	-2,5	2,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,3	2,8	
Q4	-2,3	1,9	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,8	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 Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		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 Q2	12,8	11,5	3,4	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
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	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
2023 Dez.	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
Jan.	12,5	11,2	3,9	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,4	3,6	2,1
Febr.	12,6	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	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
April	13,0	11,6	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
Mai	12,9	11,4	3,3	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,2	2,1	1,4	3,7	2,6

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren 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 Q1	-4,0	-2,9	-1,3	1,9	-2,8	-4,4	-4,8	-0,1	-8,5	3,1
Q2	-3,8	-3,3	-1,8	1,9	-2,7	-4,6	-5,3	-0,5	-8,3	3,0
Q3	-3,9	-3,2	-2,3	1,6	-1,4	-4,5	-5,5	-0,3	-7,7	3,1
Q4	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
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 Q1	106,3	65,6	17,3	43,5	169,4	111,2	112,5	68,6	139,3	82,9
Q2	105,6	64,6	18,5	43,1	167,2	111,2	112,0	65,8	140,1	84,9
Q3	107,6	64,7	18,2	43,5	165,6	109,8	112,0	63,9	137,9	79,0
Q4	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
	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 Q1	-4,3	-1,0	-0,9	-4,8	-0,4	-3,0	0,1	-3,0	-2,3	-0,4
Q2	-3,0	-1,1	-1,0	-4,3	-0,5	-3,4	0,0	-2,8	-2,8	-1,3
Q3	-3,3	-0,9	-1,0	-3,7	-0,4	-3,2	0,4	-2,8	-3,4	-2,0
Q4	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
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 Q1	43,7	38,0	28,4	51,6	48,3	80,1	112,3	72,2	57,9	73,6
Q2	40,1	38,1	28,3	49,8	46,9	78,5	110,0	70,7	59,5	74,5
Q3	42,0	37,4	25,8	49,6	45,8	78,3	107,5	71,8	58,4	74,3
Q4	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2024

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 17. Juli 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-24-005-DE-N (Online-Version)