



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2024



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2    Konjunkturentwicklung	16
3    Preise und Kosten	25
4    Finanzmarktentwicklungen	32
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	38
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	45
<b>Kästen</b>	<b>49</b>
1    Warum erholt sich das Wachstum im Euroraum langsamer von der Pandemie als in den Vereinigten Staaten?	49
2    Erkenntnisse aus Earnings Calls – welche Hinweise liefern Risikoeinschätzung und Stimmungslage der Unternehmen?	57
3    Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen	61
4    Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie	66
5    Wird sich der Automobilsektor im Euroraum erholen?	72
6    Gewinnindikatoren für die Inflationsanalyse unter Berücksichtigung der Gesamtkosten	78
7    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 31. Januar bis zum 16. April 2024	83
8    Kreditrisiko und Kreditvergabebedingungen der Banken	90
<b>Aufsätze</b>	<b>96</b>
1    Sektorale Dynamik und der Konjunkturzyklus im Euroraum	96
<b>Kasten 1</b> Abgrenzung der konjunkturellen Auswirkungen sektorübergreifender Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit zwischen und innerhalb von Ländern	105
2    Längerfristige Herausforderungen für die Finanzpolitik im Euroraum	116
<b>Kasten 1</b> Methodik des Indikators der fiskalischen Lücke	128
<b>Statistik</b>	<b>131</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

## Überblick

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 6. Juni 2024, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Auf Grundlage einer aktualisierten Beurteilung der Inflationssaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission war es angemessen, den Grad der geldpolitischen Straffung zu reduzieren, nachdem die Leitzinsen neun Monate lang unverändert geblieben waren. Seit der Sitzung des EZB-Rats im September 2023 ist die Inflation um mehr als 2,5 Prozentpunkte zurückgegangen, und die Inflationssaussichten haben sich seitdem deutlich verbessert. Auch die zugrunde liegende Inflation hat sich abgeschwächt, wodurch sich die Anzeichen verdichten, dass der Preisdruck nachgelassen hat. Zudem sind die Inflationserwartungen für alle Zeithorizonte gesunken. Die Geldpolitik hat dafür gesorgt, dass die Finanzierungsbedingungen restriktiv geblieben sind. Durch die Dämpfung der Nachfrage und die feste Verankerung der Inflationserwartungen hat dies maßgeblich zur Rückführung der Inflation beigetragen.

Zugleich ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck angesichts des kräftigen Lohnwachstums nach wie vor hoch, auch wenn er in den vergangenen Quartalen etwas nachgelassen hat. Die Inflation dürfte bis weit ins nächste Jahr über dem Zielwert bleiben. Die jüngsten von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen für die Gesamt- und die Kerninflation wurden für die Jahre 2024 und 2025 gegenüber den März-Projektionen nach oben korrigiert. Die Fachleute erwarten nun eine Gesamtinflation von durchschnittlich 2,5 % für 2024, 2,2 % für 2025 und 1,9 % für 2026. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gehen sie von durchschnittlich 2,8 % für 2024, 2,2 % für 2025 und 2,0 % für 2026 aus. Das Wirtschaftswachstum sollte 2024 um 0,9 %, 2025 um 1,4 % und 2026 um 1,6 % steigen.

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

Der Rat hat zudem bestätigt, dass er die Wertpapierbestände des Eurosystems aus dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) in der zweiten Jahreshälfte im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. € reduzieren wird. Der Abbau der PEPP-

Bestände wird weitgehend nach den Modalitäten erfolgen, die beim Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zur Anwendung kamen.

## Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft im Euroraum ist im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gewachsen, nachdem sie zuvor fünf Quartale lang stagniert hatte. Der Dienstleistungssektor expandiert, und das verarbeitende Gewerbe zeigt Anzeichen einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau.

Die Beschäftigung erhöhte sich im ersten Quartal um 0,3 %. Dabei wurden rund 500 000 neue Arbeitsplätze geschaffen. Umfragen deuten darauf hin, dass der Stellenaufbau auf kurze Sicht anhält. Die Arbeitslosenquote sank im April geringfügig auf 6,4 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Die Zahl der offenen Stellen ist weiterhin hoch, wenn auch etwas niedriger als zuvor.

Die Wirtschaft im Euroraum erholte sich Anfang 2024, wobei der Außenbeitrag und die steigenden Ausgaben der privaten Haushalte starken Auftrieb gaben. Diese Erholung fiel kräftiger aus, als in den März-Projektionen von Fachleuten der EZB erwartet worden war. Aktuelle Daten deuten darauf hin, dass sich das Wachstum auf kurze Sicht fortsetzen wird, und zwar in höherem Tempo als bisher angenommen. Das real verfügbare Einkommen wird angesichts des robusten Lohnwachstums, eines allmählich zunehmenden Vertrauens und einer Verbesserung der Terms of Trade voraussichtlich weiter steigen, was im Verlauf dieses Jahres zu einer konsumgestützten Erholung führen dürfte. Der zu Jahresbeginn vom Außenbeitrag ausgehende Impuls spiegelt zum Teil eine volatile Entwicklung wider, nachdem Ende 2023 noch ein zeitweiser Rückgang verzeichnet wurde. Die Auslandsnachfrage dürfte jedoch weiter zunehmen und das Exportwachstum im Euroraum stützen. Auf mittlere Sicht dürften die negativen Auswirkungen der vergangenen geldpolitischen Straffung allmählich nachlassen. Dabei sollte die Konjunktur von der Aussicht auf eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen profitieren, die mit den Markterwartungen zur künftigen Zinsentwicklung im Einklang steht. Wachstumsfördernd wird auch ein robuster Arbeitsmarkt sein, da die Arbeitslosenquote im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums auf ein historisch niedriges Niveau zurückgehen dürfte. Da sich einige der konjunkturellen Faktoren, die das Produktivitätswachstum zuletzt gedämpft haben, abschwächen, dürfte sich die Produktivität über den Projektionszeitraum hinweg erhöhen. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Erwartungen zufolge 2024 bei 0,9 % liegen und in den Jahren 2025 und 2026 auf 1,4 % bzw. 1,6 % steigen. Gegenüber den Projektionen vom März 2024 wurde der Ausblick für das BIP-Wachstum für 2024 nach oben korrigiert. Gründe hierfür sind die überraschend positiven Entwicklungen zu Jahresbeginn und die verbesserten aktuellen Daten. Für 2025 wurden die Wachstumsaussichten des BIP geringfügig nach unten korrigiert, für 2026 bleiben sie unverändert.

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 würden Innovationen fördern und zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel führen. Durch eine vollständige und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU werden die Regierungen besser in der Lage sein, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken.

## Inflation

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge stieg die jährliche Inflationsrate von 2,4 % im April auf 2,6 % im Mai. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln sank auf 2,6 %. Der Preisauftrieb bei Energie erhöhte sich auf 0,3 %, nachdem die Jahreswachstumsraten ein Jahr lang im negativen Bereich gelegen hatten. Bei Waren ging die Teuerung weiter zurück. Im Mai belief sich die entsprechende Rate auf 0,8 %. Bei den Dienstleistungen erhöhte sie sich hingegen deutlich von 3,7 % im April auf 4,1 % im Mai.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren im April – dem letzten Monat, für den Daten vorlagen – weiter rückläufig und bestätigten damit den Eindruck eines allmählich nachlassenden Preisdrucks. Die Binneninflation ist aber weiterhin hoch. Die Löhne steigen immer noch in einem erhöhten Tempo, was den zurückliegenden Inflationsschub ausgleicht. Da die Lohnanpassungen stufenweise erfolgen und Einmalzahlungen eine bedeutende Rolle spielen, dürften die Arbeitskosten auf kurze Sicht schwanken, wie der Anstieg der Tarifverdienste im ersten Quartal gezeigt hat. Zugleich deuten zukunftsgerichtete Indikatoren darauf hin, dass sich das Lohnwachstum im Jahresverlauf abschwächen wird. Gewinne fangen die deutliche Zunahme der Lohnstückkosten teilweise auf und verringern deren inflationäre Wirkung. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weitgehend unverändert geblieben; sie liegen zumeist bei rund 2 %.

Die Gesamtinflation dürfte sich den Projektionen zufolge weiter abschwächen und im Lauf des Jahres 2025 ein Niveau in der Nähe des Zielwerts erreichen. Darin spiegeln sich ein nachlassender Kostendruck (auch auf der Arbeitsseite) und die verzögerten Auswirkungen der vergangenen geldpolitischen Straffung wider, die allmählich auf die Verbraucherpreise durchschlagen. Die am HVPI gemessene Gesamtinflation dürfte im weiteren Jahresverlauf 2024 aufgrund von Basiseffekten und höheren Energierohstoffpreisen eine gewisse Volatilität aufweisen. Angesichts der Markterwartungen mit Blick auf die künftige Entwicklung der Öl- und Gaspreise und der geplanten finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen sollte sich der Preisauftrieb bei Energie auf mittlere Sicht bei niedrigen positiven Raten einpendeln. In den vergangenen Quartalen verringerte sich die Inflationsrate für Nahrungsmittel deutlich, da der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette aufgrund der niedrigeren Preise für Energie und Nahrungsmittelrohstoffe

nachgelassen hat. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Teuerung bei Nahrungsmitteln um das aktuelle Niveau herum schwanken, bevor sie sich ab Ende 2025 weiter abschwächt. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) dürfte über den Großteil des Projektionszeitraums hinweg nach wie vor über der Gesamtinflation liegen. Es wird jedoch davon ausgegangen, dass sie ihren disinflationären Pfad fortsetzt, wenngleich sich diese Entwicklung langsam und vorwiegend in den Jahren 2025 und 2026 vollziehen dürfte. Ein zentrales Element der Juni-Projektionen ist die erwartete allmähliche Verringerung des nominalen Lohnwachstums ausgehend von zunächst noch erhöhten Werten, da der durch den Inflationsausgleich bedingte Aufwärtsdruck vor dem Hintergrund einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt nachlässt. Die prognostizierte Erholung des Produktivitätswachstums dürfte dazu beitragen, dass der Arbeitskostendruck abnimmt. Darüber hinaus dürfte das Gewinnwachstum die Weitergabe der Arbeitskosten an die Preise insbesondere 2024 verringern und teilweise abfedern. Die jährliche HVPI-Gesamtinflation dürfte von durchschnittlich 5,4 % im Jahr 2023 auf 2,5 % im Jahr 2024, 2,2 % im Jahr 2025 und 1,9 % im Jahr 2026 zurückgehen. Verglichen mit den Projektionen vom März 2024 wurde die Teuerung nach dem HVPI für 2024 und 2025 um jeweils 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Dies ist vor allem auf höhere Preise für Energierohstoffe und die aktuellen Daten zur HVPIX-Inflation zurückzuführen, die etwas höher ausgefallen sind als zuvor erwartet. Darüber hinaus dürfte der Arbeitskostendruck geringfügig höher sein. Ursächlich hierfür ist ein stärkeres Lohnwachstum in Verbindung mit einem etwas vorsichtigeren Ausblick für das Produktivitätswachstum. Für 2026 blieben die Aussichten für die Gesamtinflation und die HVPIX-Inflation unverändert.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind auf kurze Sicht ausgeglichen, auf mittlere Sicht jedoch weiterhin 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 unterstellt, wenn die Löhne oder die Gewinne deutlicher zulegen 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 ganz allgemein die fortschreitende Klimakrise 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

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 11. April 2024 sind die Marktzinsen gestiegen. Die Finanzierungskosten haben sich auf einem restriktiven Niveau stabilisiert, da die bisherigen Leitzinserhöhungen im Finanzsystem angekommen sind. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Hypothekendarlehen lagen im April unverändert bei 5,2 % bzw. 3,8 %.

Die Kreditentwicklung ist weiterhin gedämpft. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen lag im April bei 0,3 % und war damit etwas niedriger als im Vormonat. Jene der Kreditvergabe an private Haushalte erhöhte sich weiterhin mit 0,2 %. Die weit gefasste Geldmenge M3 stieg auf Jahressicht von 0,9 % im März auf 1,3 % im April.

Im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie nahm der EZB-Rat eine eingehende Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Die Banken im Euroraum sind nach wie vor widerstandsfähig. Die sich verbessernden Konjunkturaussichten sind der Finanzstabilität zugutegekommen. Wegen der erhöhten geopolitischen Risiken ist der Ausblick jedoch getrübt. Durch eine unerwartete Verschärfung der Finanzierungsbedingungen weltweit könnte es zu einer Neubewertung von finanziellen und nichtfinanziellen Vermögenswerten kommen, die negative Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft hätte. Die makroprudenzielle Politik stellt weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsystem dar. Mithilfe der Maßnahmen, die bereits bestehen oder bald wirksam werden, kann die Widerstandskraft des Finanzsystems erhalten werden.

## Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden mit Wirkung vom 12. Juni 2024 auf 4,25 %, 4,50 % bzw. 3,75 % gesenkt.

Die APP-Bestände verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht wieder anlegt.

Der EZB-Rat wird die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere bis Ende Juni 2024 weiterhin bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anlegen. In der zweiten Jahreshälfte wird das PEPP-Portfolio im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. € reduziert. 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 Portfolio des PEPP 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 6. Juni 2024 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. 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. 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 Weltwirtschaft weist erste Anzeichen einer Belebung auf, wenngleich weiterhin wachstumshemmende Faktoren zu beobachten sind. Die aktuellen Daten zur globalen Konjunkturentwicklung (ohne den Euroraum) bestätigen, dass die Wirtschaftstätigkeit seit Jahresbeginn ganz allmählich zunimmt. Dabei nähern sich die harten Daten immer mehr den weichen Daten an, von denen positive Signale ausgehen. Laut den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2024 sind die Aussichten für das globale Wachstum im Vergleich zu den Euroraum-Projektionen der EZB vom März 2024 weitgehend unverändert, wobei für das laufende Jahr ein leichter Wachstumsrückgang vorhergesagt wird. Der internationale Handel wird sich den Annahmen zufolge in diesem Jahr erholen und anschließend stärker im Einklang mit der globalen Konjunktur wachsen. Allerdings wird er im Projektionszeitraum voraussichtlich unter seinem historischen Trendniveau bleiben und sich gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März 2024 kaum verändern. Die Inflation dürfte sich im Betrachtungszeitraum weltweit allmählich abschwächen.*

**Die eingehenden Daten bestätigen eine weltwirtschaftliche Aufwärtsdynamik, da sich die aus Umfragen und harten Daten gewonnenen Signale stärker angleichen.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) stieg im Mai 2024 an, weil sich die Wirtschaftsleistung in beiden Sektoren erhöhte (siehe Abbildung 1).<sup>1</sup> Dies steht im Einklang mit der Evidenz aus dem globalen Konjunkturtracker der EZB, die auf der Grundlage positiver Ergebnisse bei den weichen und den harten Daten eine wirtschaftliche Belebung nahelegt. Der Indikator zeigt seit Jahresbeginn eine allmähliche Aufhellung der globalen Konjunktur an, wobei die aktuellen harten Daten zunehmend mit den positiven Signalen aus den weichen Daten übereinstimmen. Gleichwohl bleiben auf globaler Ebene Wachstumshemmnisse bestehen, darunter der gesunkene Bestand an überschüssigen Ersparnissen in den Industrieländern und die gedämpfte Binnennachfrage in China, die mit den Problemen im Wohnimmobiliensektor zusammenhängt. Darüber hinaus kühlt sich die Lage an den Arbeitsmärkten wichtiger Industrieländer langsam ab, und das nominale Lohnwachstum geht zurück, wodurch das Wachstum der verfügbaren Einkommen weniger Impulse erhält. Dementsprechend entwickeln sich die globalen Konsumausgaben, die die Wirtschaftstätigkeit in der Erholungsphase nach der Corona-Pandemie getragen hatten, weiter verhalten. Das weltweite reale BIP erhöhte sich Schätzungen zufolge im ersten Quartal 2024 nur noch um 0,8 % nach 0,9 % im Schlussquartal 2023.

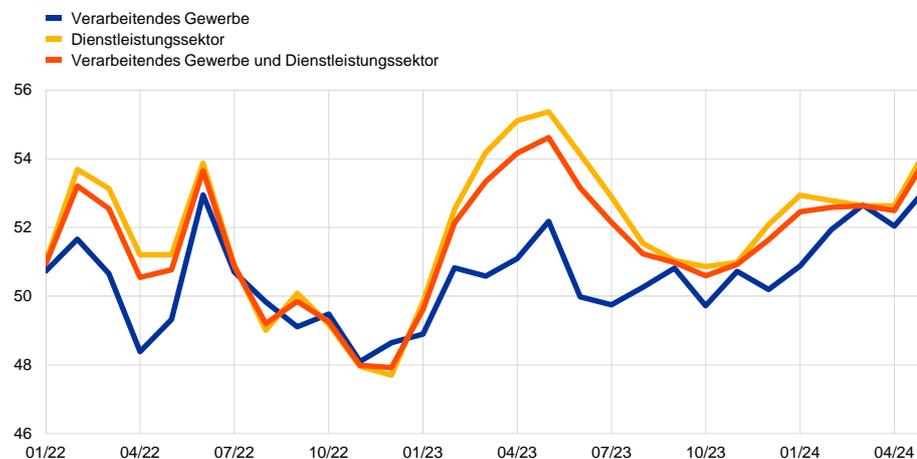
---

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

## Abbildung 1

### Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

(Diffusionsindizes)



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

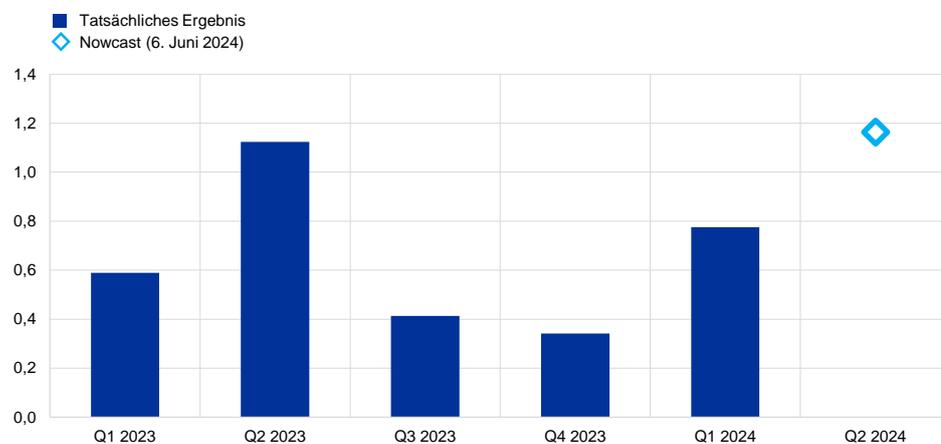
**Die projizierten Aussichten für das globale Wachstum sind gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2024 weitgehend unverändert.** Hinter dem erwarteten moderaten Wachstumsrückgang im laufenden Jahr stehen die Auswirkungen der bereits erwähnten Bremsfaktoren, die anhaltend restriktive Geldpolitik und die erhöhte Unsicherheit angesichts der geopolitischen Spannungen. Insgesamt dürfte das Wachstum des globalen realen BIP 2024 bei 3,3 % liegen, verglichen mit 3,5 % im Vorjahr. Im Jahr 2025 wird es sich den Annahmen zufolge auf 3,3 % und 2026 auf 3,2 % belaufen. Diese Werte liegen geringfügig unter der durchschnittlichen weltweiten Zuwachsrate der vergangenen zehn Jahre.

#### **Der Welthandel dürfte sich im Zuge der Normalisierung des Nachfrageverhaltens nach der Pandemie allmählich erholen.**

Im ersten Quartal 2024 beschleunigte sich das Wachstum des Welthandels, da die nach der Pandemie verzeichneten Kompositionseffekte nachzulassen begannen. Die lebhaftere Nachfrage nach Dienstleistungen, die im Lauf des vergangenen Jahres weltweit zu beobachten war, verschiebt sich nun in Richtung einer stärkeren Nachfrage nach Waren. Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass sich das globale Importwachstum weiter erhöht. Dies deckt sich mit den Signalen aus dem Nowcasting-Tool der EZB, das sowohl harte als auch weiche Daten zum Welthandel enthält (siehe Abbildung 2). So deutet insbesondere der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft darauf hin, dass die Wachstumsdynamik allmählich zunehmen wird. Darüber hinaus lassen Daten aus Branchenumfragen auf eine schwungvollere Erholung in handelsintensiven Sektoren wie Tourismus und technologische Ausrüstungen schließen. Die Auswirkungen der Störungen im Roten Meer auf den Welthandel halten sich weiter in Grenzen und stehen im Einklang mit den Projektionen vom März dieses Jahres. Allerdings stellt eine etwaige Eskalation dieser Störungen auf kurze Sicht immer noch ein Abwärtsrisiko für den internationalen Handel dar.

## Abbildung 2 Weltweite Einfuhren

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



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

**Über die kurze Frist hinaus dürfte sich der Welthandel im Projektionszeitraum allmählich weiter erholen und in einem engeren Gleichlauf mit der globalen Konjunktur entwickeln.** Den Juni-Projektionen zufolge wird das Wachstum der globalen Einfuhren von 1,0 % im Jahr 2023 auf 2,6 % im laufenden Jahr steigen und sich im Zeitraum 2025-2026 schrittweise auf jährlich 3,3 % beschleunigen, was weitgehend der vorangegangenen Projektionsrunde entspricht. Die Erholung der Importe in den Schwellenländern und in wichtigen Industrieländern, insbesondere den Vereinigten Staaten, dürfte 2024 zur Belebung des Handels beitragen. Den Erwartungen nach wird das Niveau des Welthandels allerdings unter dem Trendniveau der Jahre 2012-2019 bleiben. Grund hierfür sind das gedämpfte Wachstum des realen BIP und die anhaltenden strukturellen Veränderungen der Handelsbeziehungen infolge der zunehmenden geopolitischen Spannungen. Mit einer Steigerungsrate von 2,1 % dürfte sich die Auslandsnachfrage im Euroraum im laufenden Jahr weniger dynamisch entwickeln. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Einfuhren einiger wichtiger Handelspartner des Euroraums, beispielsweise des Vereinigten Königreichs sowie mittel- und osteuropäischer Länder, im zweiten Halbjahr 2023 und im ersten Quartal 2024 schwächer ausfielen. Über den Projektionszeitraum gesehen dürfte die Auslandsnachfrage im Eurogebiet 2025 um 3,4 % und 2026 um 3,3 % zunehmen und sich damit der Wachstumsdynamik der globalen Importe annähern.

**Die Inflation in den Mitgliedstaaten der OECD wird sich den Annahmen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg schrittweise verlangsamen.** Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern belief sich im April 2024 auf 3,4 % und lag somit geringfügig unter den seit

Jahresbeginn verzeichneten Werten.<sup>2</sup> Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) sank unterdessen leicht auf 3,8 % nach 4,0 % im März. Der langsamere Inflationsabbau in den OECD-Ländern scheint vor allem damit zusammenzuhängen, dass sich der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor vor dem Hintergrund einer sehr schleppenden Anpassung der angespannten Arbeitsmarktlage in den großen Volkswirtschaften hartnäckig hält. Die größere Dynamik der VPI-Gesamtinflation (gemessen als annualisierte prozentuale Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) weist darauf hin, dass sich die Inflation in den OECD-Ländern auf kurze Sicht beschleunigen könnte (siehe Abbildung 3). Diese Annahme wird durch die jüngsten Signale aus Umfragedaten untermauert. Die EMI für die Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe lassen erkennen, dass sich die Teuerung von Waren in der kurzen Frist von ihrem derzeit sehr niedrigen Niveau erhöhen könnte. Dagegen geht aus den EMI für die Vorleistungspreise im Dienstleistungssektor hervor, dass sich der Preisauftrieb bei Dienstleistungen, der fast zwei Drittel der VPI-Kerninflation ausmacht, nach und nach weiter in Richtung seines historischen Durchschnittswerts abschwächen könnte. Was den außenwirtschaftlichen Preisdruck anbelangt, so werden die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums den Erwartungen zufolge dieses Jahr (in Landeswährung und jährlicher Betrachtung) wieder ein positives Wachstum verzeichnen und sich im restlichen Projektionszeitraum in der Nähe ihres geschätzten langfristigen Durchschnitts einpendeln. Dieser Ausblick wurde gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März 2024 leicht nach unten korrigiert, da der Anstieg der Exportpreise schwächer ausfiel als zuvor erwartet. Damit wurden die Auswirkungen der höheren Rohstoffpreise, die in der aktuellen Projektionsrunde unterstellt wurden, mehr als aufgewogen.

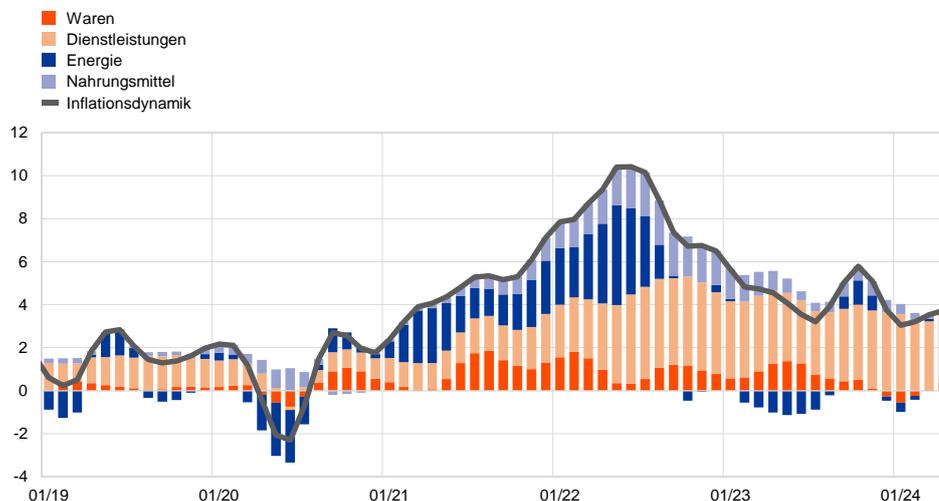
---

<sup>2</sup> Die Türkei ist nicht in den OECD-Aggregaten für die Gesamtinflation und die Kerninflation enthalten, da die Teuerungsraten dort weiterhin im hohen zweistelligen Bereich liegen. Unter Berücksichtigung der Türkei würden die am VPI gemessene Gesamtinflation und Kerninflation in den OECD-Mitgliedsstaaten im März 2024 bei 5,8 % (nach 5,7 % im Februar) bzw. 6,4 % (nach ebenfalls 6,4 % im Februar) liegen.

### Abbildung 3

#### Dynamik der VPI-Gesamtinflation in den OECD-Ländern

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



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

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

#### Was die Rohstoffpreise angeht, so haben sich Gas und Nahrungsmittel in Europa seit der letzten Sitzung des EZB-Rats verteuert, während die Ölpreise gesunken sind.

Die europäischen Gaspreise sind zwar gestiegen, doch sind sie verglichen mit dem Niveau nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine noch immer niedrig. Die Gaspreisentwicklung ist die Folge von Lieferstörungen bei Flüssiggasexporten aus den Vereinigten Staaten und Katar, verlängerten Wartungsarbeiten an Pipelines in Norwegen und den russischen Angriffen auf Gasspeicher in der Ukraine. Da die Spannungen im Nahen Osten weiterhin nur kurzzeitige Auswirkungen auf die Ölpreise hatten und das weltweite Ölangebot davon weitgehend unberührt blieb, gaben die Notierungen für Rohöl nach. Darüber hinaus wirkte die unerwartet niedrige globale Ölnachfrage den Preiseffekten des verringerten Ölangebots und der Angebotsrisiken entgegen. Laut Prognosen der Internationalen Energieagentur dürfte 2024 und 2025 ein moderates Unterangebot an Öl zu verzeichnen sein. Die Puffer, mit deren Hilfe weitere Schocks abgefedert werden können, sind offenbar jedoch größer als vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. Die Risiken für die Ölpreise sind nach wie vor aufwärtsgerichtet. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass sich die Spannungen im Nahen Osten zuspitzen. Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe erhöhten sich merklich. Dies war in erster Linie auf den Anstieg der Kakaopreise vor dem Hintergrund schwerer Lieferstörungen in Westafrika zurückzuführen. Gegenüber dem Ende April 2024 beobachteten Höchststand sind die Kakaopreise zuletzt gesunken, bleiben aber schwankungsanfällig. Die Notierungen für Getreide zogen aufgrund widriger angebotsseitiger Entwicklungen an.

**In den Vereinigten Staaten sorgten die anhaltend robuste Konjunktur und die hartnäckige Teuerung dafür, dass der Offenmarktausschuss der Federal Reserve seine erste Zinssenkung aufschob.** Das Wachstum des realen BIP

verlangsamte sich im ersten Quartal 2024 auf 0,3 % nach 0,5 % im Schlussquartal des vergangenen Jahres. Die Binnennachfrage blieb indes solide; so war der negative Außenbeitrag auf stark gestiegene Einfuhren zurückzuführen. Das Wachstum des realen verfügbaren Einkommens schwächte sich ab, und die Sparquote ging im ersten Quartal abermals zurück. Verfügbare Schätzungen auf Basis hochfrequenter Daten deuten darauf hin, dass das reale BIP im zweiten Quartal 2024 etwas schneller wachsen könnte, dabei aber hinter der im zweiten Halbjahr 2023 beobachteten Dynamik zurückbleiben dürfte. Obwohl die Arbeitsmarktlage in den USA noch immer sehr angespannt ist, zeichnet sich erneut eine gewisse Abkühlung ab. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft erhöhte sich zwar im April, doch war dieser Anstieg deutlich geringer als im Durchschnitt des ersten Quartals 2024. Zugleich stieg die Arbeitslosenquote leicht an. Sowohl das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl als auch das Lohnwachstum sind nach wie vor hoch, gehen jedoch – wenn auch nur langsam – zurück. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflation verringerte sich im April geringfügig. Dabei lag die Gesamtteuerungsrate bei 3,4 % und die Kernrate bei 3,6 %.<sup>3</sup> Mit Blick auf die künftige Entwicklung dürfte sich die Inflation langsam weiter abschwächen, dabei aber noch längere Zeit oberhalb des Zielwerts der Federal Reserve von 2 % verharren. Angesichts dieser gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen hob der Offenmarktausschuss der US-Notenbank kürzlich in seiner Kommunikation hervor, dass die Leitzinsen noch längere Zeit hoch bleiben werden.

**In China zeigt sich die Binnennachfrage weiterhin gedämpft, wenngleich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2024 kräftiger ausfiel als erwartet.** Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP nahm im ersten Quartal 2024 auf 1,6 % zu, nachdem es im vorangegangenen Quartal bei 1,2 % gelegen hatte. Hierin schlagen sich zunehmende öffentliche Investitionen infolge finanzpolitischer Impulse nieder, die wegen einer Ende 2023 erfolgten Haushaltskorrektur in das nächste Jahr übertragen wurden. Die privaten Komponenten der Inlandsnachfrage, allen voran der Konsum, blieben indes verhalten und schwächten sich im April 2024 ab. Die Industrieproduktion weitete sich hingegen wieder kräftig aus, und die Investitionen stiegen aufgrund von Stimulierungsmaßnahmen für Infrastrukturprojekte nach wie vor stetig an. Am Immobilienmarkt sind offenbar erste Anzeichen einer Stabilisierung erkennbar. Während die Entwicklung am Wohnungsmarkt insgesamt noch immer weitgehend stagniert, war bei den Verkäufen von Wohnimmobilien und den Investitionen im Wohnungsbau zuletzt ein leichter Anstieg zu beobachten. Zugleich ging die Anzahl der neuen Bauvorhaben langsamer zurück als zuvor. Was die Politik betrifft, so ließ sich aus den Erklärungen der Behörden im April 2024 ablesen, dass die staatliche Unterstützung für den Wohnimmobilienmarkt ausgeweitet wird. Dies soll über den direkten Erwerb nicht fertiggestellter Wohnungsbauprojekte von den Bauträgern geschehen, was bei den Marktteilnehmern einen gewissen Optimismus aufkommen ließ. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerung beschleunigte sich von 0,1 % im März auf 0,3 % im April, während die entsprechende Kernrate ebenfalls leicht zunahm, und zwar von 0,6 % auf 0,7 %. Die anhaltend schwache

---

<sup>3</sup> Die Daten zu den Verbraucherpreisen im Mai 2024 – die erst nach Redaktionsschluss für diese Ausgabe des Wirtschaftsberichts veröffentlicht wurden – lassen erkennen, dass die Inflationsrate stärker als erwartet sank. So nahm die entsprechende jährliche Gesamtteuerungsrate von 3,4 % im April 2024 auf nun 3,3 % ab. Die jährliche Kerninflation verringerte sich zugleich von 3,6 % auf 3,4 %.

Entwicklung der Erzeugerpreise deutet im Zusammenwirken mit der verhaltenen Inlandsnachfrage darauf hin, dass der Inflationsdruck in der chinesischen Wirtschaft gedämpft bleiben dürfte.

**Im Vereinigten Königreich erholte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2024 wieder, und am Arbeitsmarkt zeichnet sich eine Entspannung ab.**

Nachdem es im zweiten Halbjahr 2023 zu einer technischen Rezession gekommen war, erhöhte sich das reale BIP im ersten Quartal 2024 gegenüber den vorangegangenen drei Monaten um 0,6 %. Dieser Wert lag deutlich über den offiziellen Erwartungen wie auch den Markterwartungen. Vom Außenhandel ging dabei ein positiver Beitrag aus, der die Folge erheblich geringerer Einfuhren war und den Rückgang der Ausfuhren mehr als ausglich. Die aktuellen Daten lassen zwar auf einen soliden Start in das zweite Quartal schließen, doch im restlichen Jahresverlauf dürfte die Wirtschaftsleistung moderater zunehmen. Zudem entwickelt sich der private Konsum nach wie vor relativ verhalten. Dies steht im Einklang mit den schwachen Reallöhnen, den hohen Zinsen und der restriktiven Geld- und Finanzpolitik. Die Gesamtinflation ist erneut gesunken, wohingegen der Preisdruck im Dienstleistungssektor bestehen bleibt. Die VPI-Gesamtteuerungsrate ging im April 2024 weiter zurück und lag bei 2,3 %, nachdem sie sich im März noch auf 3,2 % belaufen hatte. Allerdings fiel der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen mit 5,9 % im April überraschend hoch aus. Gegenüber dem Vormonatswert von 6,0 % gab er damit nur geringfügig nach, was auf das erhöhte Lohnwachstum und den anhaltenden Arbeitskräftemangel zurückzuführen war. Die Anspannung am Arbeitsmarkt ist nach wie vor höher als im Durchschnitt vor der Pandemie. Das nominale Lohnwachstum – ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die hartnäckige Inflation im Dienstleistungsbereich – ging im ersten Quartal des laufenden Jahres abermals zurück, bleibt aber auf einem sehr hohen Niveau. Die Bank of England geht davon aus, dass der Lohndruck in den kommenden Monaten weiter nachlassen wird.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Das reale BIP im Euroraum erhöhte sich im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem die Wirtschaftstätigkeit zuvor fünf Quartale weitgehend stagniert hatte. Dieser Anstieg war auf positive Beiträge des Außenhandels und der Binnennachfrage zurückzuführen. Von den Vorratsveränderungen gingen indes negative Wachstumsimpulse aus. Umfrageergebnisse deuten auf ein anhaltendes Wachstum im zweiten Quartal hin. Die Produktion in der Industrie wird – vor allem in energieintensiven Sektoren – nach wie vor durch eine schwache Nachfrage beeinträchtigt. Der Dienstleistungssektor weist hingegen deutlichere Anzeichen einer breit angelegten Verbesserung auf. Angebotsseitig wurde die Erholung im ersten Quartal ausschließlich von der Beschäftigung getragen, während die Produktivität stagnierte. Die Wirtschaft des Euroraums dürfte sich im Laufe des Jahres weiter beleben. Gestützt wird sie dabei von den steigenden Realeinkommen, die sich aus der schwächeren Inflation, den Lohnzuwächsen und den verbesserten Terms of Trade ergeben. Zudem lässt die Wirkung der geldpolitischen Straffung allmählich nach. Darüber hinaus sollten die Exporte in den kommenden Quartalen im Einklang mit der globalen Nachfrage weiter zunehmen. Allerdings stellen die Herausforderungen hinsichtlich der internationalen Wettbewerbsfähigkeit weiterhin ein Abwärtsrisiko dar.*

*Diese Einschätzung spiegelt sich weitgehend in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2024 wider. Demnach wird das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr 0,9 % betragen und sich in den Jahren 2025 und 2026 auf 1,4 % bzw. 1,6 % erhöhen.<sup>4</sup>*

### **Nach mehr als einem Jahr Stagnation nahm die Wirtschaftsleistung im Euroraum zu Beginn des Jahres 2024 wieder zu.**

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge stieg das reale BIP im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Dies ist der größte vierteljährliche Zuwachs seit dem dritten Quartal 2022 (siehe Abbildung 4).<sup>5</sup> Kurzfristindikatoren und verfügbare Länderdaten weisen auf positive Beiträge der Binnennachfrage und des Außenhandels sowie auf einen negativen Beitrag der Vorratsveränderungen hin.<sup>6</sup> Die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist offenbar vor allem dem Dienstleistungssektor zuzuschreiben. Bestätigt wird dies durch die verfügbaren Länderdaten zur Wertschöpfung und durch Daten zur monatlichen Produktion.

---

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

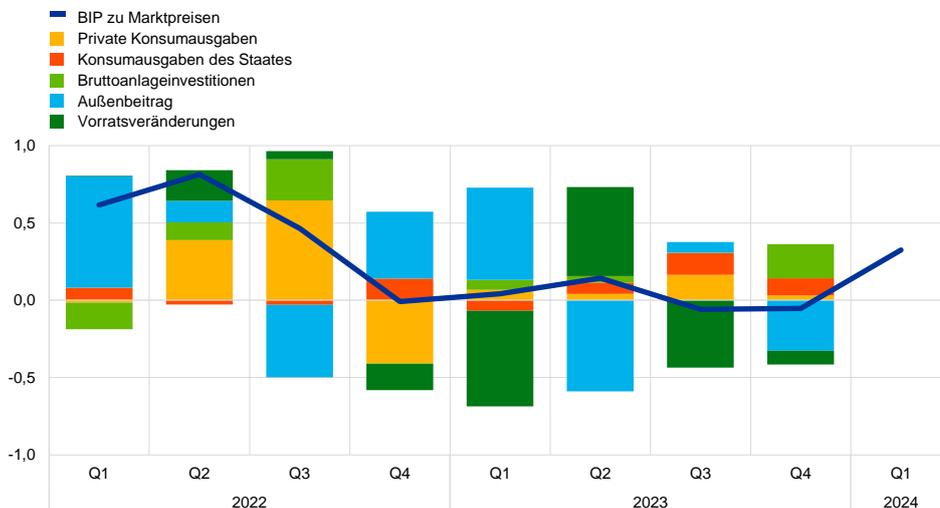
<sup>5</sup> Siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>6</sup> Die Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten für das erste Quartal 2024 wurde am 7. Juni und damit erst nach dem Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten (5. Juni) veröffentlicht.

## Abbildung 4

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (BIP) bzw. das vierte Quartal 2023 (übrige Angaben).

### Umfragedaten signalisieren, dass sich das dienstleistungsgestützte Wachstum im zweiten Quartal 2024 fortsetzen wird.

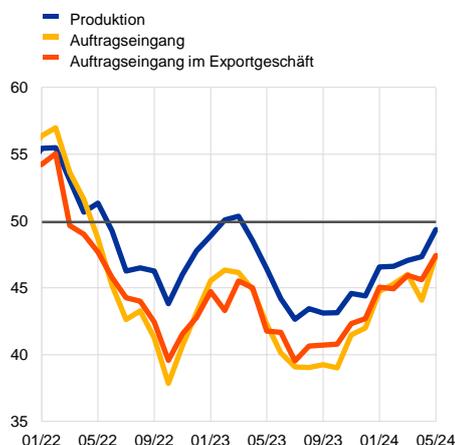
Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im Durchschnitt der Monate April und Mai auf 51,9 Punkte, verglichen mit 49,2 Punkten im ersten Quartal 2024. Damit setzt der Index seine im Oktober 2023 begonnene Aufwärtsbewegung fort und zeigt nun ein positives Wachstum an. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so lag der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Mai weiterhin im kontraktiven Bereich, obwohl er seit dem Sommer vergangenen Jahres kontinuierlich gestiegen ist (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der mutmaßlich stärker zukunftsgerichtete Index für den Auftragseingang weist eine ähnliche, wenn auch etwas deutlichere Verbesserung auf. Insgesamt geht aus diesen Indikatoren hervor, dass die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe die Talsohle durchschritten hat. Die Erholung der Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor war stärker ausgeprägt, was darauf schließen lässt, dass auch das zweite Quartal durch ein dienstleistungsgestütztes Wachstum gekennzeichnet sein wird (siehe Abbildung 5, Grafik b). Hierfür spricht auch die in Kasten 2 dargelegte Evidenz, der zufolge sich die Stimmung in Bezug auf Nachfrage und Angebot seit 2022 weitgehend normalisiert hat. Dies geht aus den Earnings Calls der Unternehmen hervor. Zugleich hat sich die Risikoneigung etwas verringert, ist aber im historischen Vergleich nach wie vor erhöht.

## Abbildung 5

### Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren

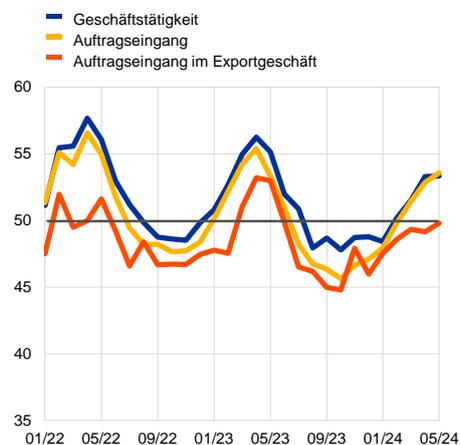
#### a) Verarbeitendes Gewerbe

(Diffusionsindizes)



#### b) Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2024.

#### Das Beschäftigungswachstum stand im ersten Quartal 2024 im Einklang mit der Konjunktorentwicklung.

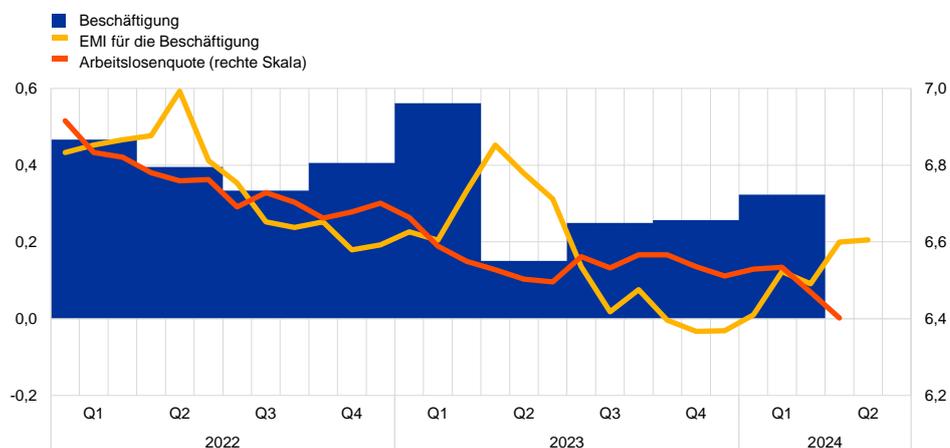
Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal um 0,3 % zu (siehe Abbildung 6, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die weiter steigende Zahl der Erwerbspersonen. Die aus der Arbeitslosenquote und der Zahl der Arbeitslosen abgeleitete implizite Erwerbspersonenzahl erhöhte sich ebenfalls um 0,3 %. Die Produktivität je Beschäftigten blieb im ersten Quartal des laufenden Jahres unverändert, da das BIP und die Beschäftigung einen ähnlichen Zuwachs verzeichneten. Mit Blick auf den intensiven Rand geht aus vorläufigen Daten hervor, dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden im ersten Quartal 2024 gestiegen ist. Die Arbeitslosenquote sank geringfügig von 6,5 % im März auf 6,4 % im April und erreichte damit den niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist weiterhin hoch, wenngleich die Vakanzquote im ersten Quartal 2024 gegenüber dem Vorquartal leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % zurückging.

## Abbildung 6

### Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote sowie sektorale EMIs für die Beschäftigung im Euroraum

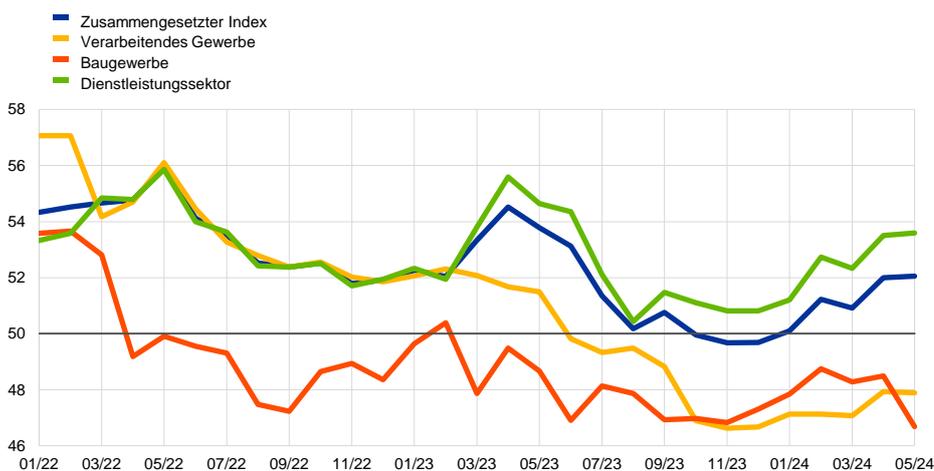
#### a) Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote

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



#### b) Sektorale EMIs für die Beschäftigung

(Diffusionsindizes)



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

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

#### Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen nach wie vor auf ein

#### Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2024 hin.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg von 52,0 Punkten im April auf 52,1 Punkte im Mai. Dies lässt auf einen Beschäftigungszuwachs schließen. Der Indikator ist zwar gegenüber seinem Höchststand vom April 2023 deutlich gesunken, hat aber in den letzten Monaten dank der Entwicklung im Dienstleistungsgewerbe wieder etwas zugelegt (siehe Abbildung 6, Grafik b). Der EMI für den Dienstleistungssektor erhöhte sich von 53,5 Punkten im April auf 53,6 Zähler im Mai. Dagegen blieb der EMI für das verarbeitende Gewerbe im kontraktiven Bereich.

**Die privaten Konsumausgaben sind den Schätzungen zufolge im ersten Quartal 2024 gestiegen und dürften sich auf kurze Sicht weiter erhöhen.**

Die Aggregation der zum Zeitpunkt der Juni-Sitzung des EZB-Rats verfügbaren Länderdaten deutet auf eine leichte Zunahme des privaten Verbrauchs im ersten Jahresviertel hin. Dabei dürften sich der Warenkonsum weiterhin verhalten und der Dienstleistungskonsum dynamisch entwickelt haben.<sup>7</sup> Der gedämpfte Warenkonsum spiegelt sich in der anhaltenden Schwäche der Einzelhandelsumsätze wider, die im ersten Quartal 2024 gerade einmal 0,1 % höher ausfielen als im Vorquartal. Was die Ausgaben für Dienstleistungen anbelangt, so lag die Dienstleistungsproduktion im Januar und Februar im Durchschnitt 1,6 % über dem Stand vom vierten Quartal 2023. Auf kurze Sicht lassen aktuelle Umfrageergebnisse zwar auf eine weiterhin eher schwache Entwicklung des Warenkonsums schließen, doch sind Anzeichen einer allmählichen Erholung zu erkennen. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Mai erneut an. Zugleich verbesserten sich auch die Indikatoren der Europäischen Kommission für die Geschäftserwartungen im Einzelhandel und für den erwarteten Absatz von Kraftfahrzeugen, wenngleich sie weiterhin unter ihren langfristigen Durchschnittswerten liegen. Die Geschäftserwartungen für kontaktintensive Dienstleistungen blieben im positiven Bereich und erhöhten sich im Mai deutlich (siehe Abbildung 7). Insgesamt wird die anhaltende Divergenz zwischen dem Waren- und dem Dienstleistungskonsum durch die jüngste Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen untermauert. Aus dieser Befragung geht hervor, dass sich die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen robust entwickelt und die Bereitschaft zu größeren Anschaffungen nur allmählich zunimmt.

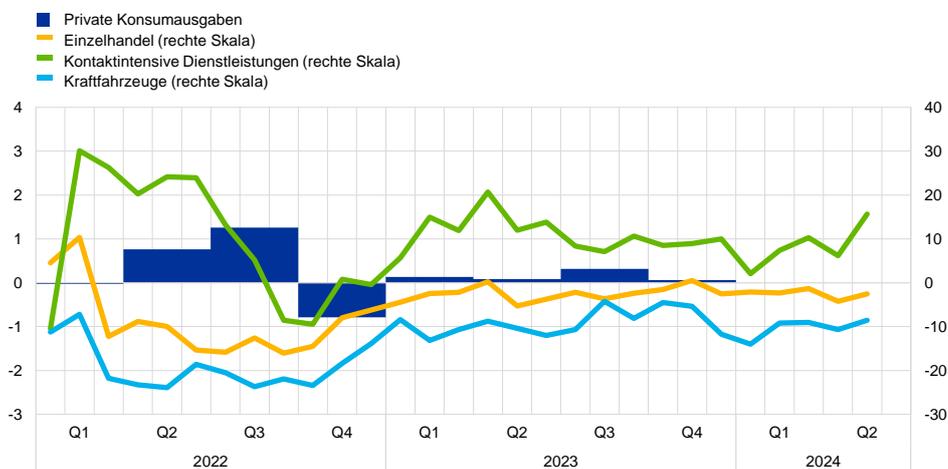
---

<sup>7</sup> Der Ländererfassungsgrad der vorliegenden Daten zur Berechnung des BIP nach Verwendungskomponenten beträgt rund 85 %.

## Abbildung 7

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

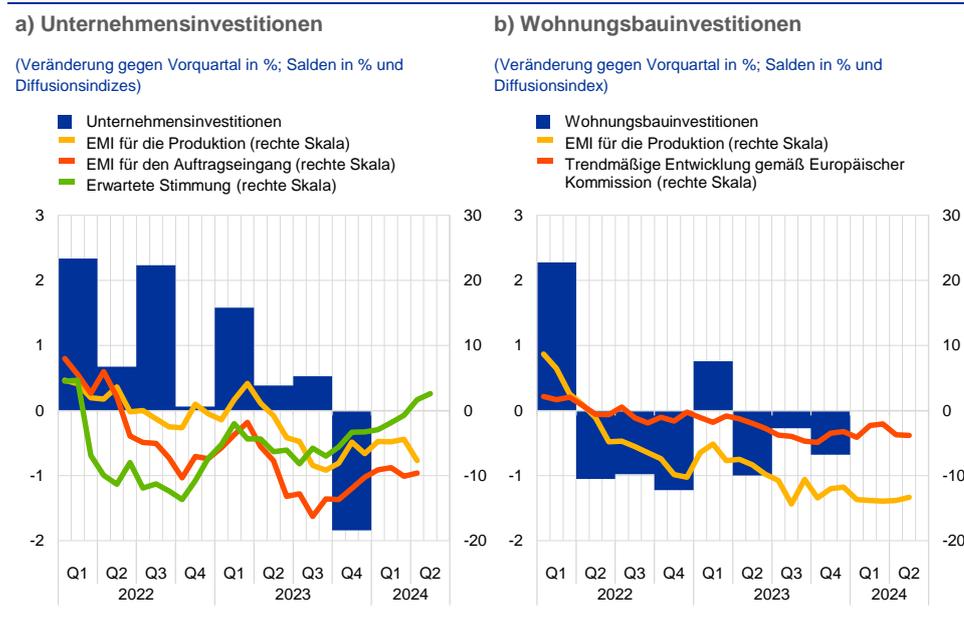
Anmerkung: Die Geschäftserwartungen für den Einzelhandel (ohne Kraftfahrzeuge), die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und der erwartete Absatz von Kraftfahrzeugen in den nächsten drei Monaten sind als prozentuale Salden dargestellt. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (private Konsumausgaben) bzw. Mai 2024 (Geschäftserwartungen für Einzelhandel, kontaktintensive Dienstleistungen und Kraftfahrzeuge).

### Nach einem Einbruch Ende 2023 sind die Unternehmensinvestitionen Anfang 2024 den Schätzungen zufolge wieder gestiegen; die Erholung dürfte sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen.

Aus der Aggregation der vorliegenden Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass die Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) im ersten Quartal 2024 nun wieder ein Wachstum verzeichnet haben dürften. Dabei kehrte sich der drastische Rückgang, der Ende des letzten Jahres zu beobachten war, jedoch nur teilweise um. Die Zunahme im ersten Quartal entsprach weitgehend den Umfrageergebnissen, die eine Verbesserung anzeigten, nachdem zu Beginn des Schlussquartals 2023 die Talsohle erreicht worden war. Der Anstieg des EMI für den Investitionsgütersektor kam jedoch im ersten Quartal dieses Jahres zum Erliegen. Die EMI-Daten lassen auf kurze Sicht auf ein weiterhin gedämpftes Wachstum der Unternehmensinvestitionen schließen, zumal das Vertrauen im April und Mai schwach ausfiel. Der EMI für die Produktion ging erneut zurück, und der EMI für den Auftragseingang lag nach wie vor tief im negativen Bereich (siehe Abbildung 8, Grafik a). Auch die Umfragen der Europäischen Kommission deuten darauf hin, dass die Zahl der Investitionsgüterproduzenten, die eine geringe Nachfrage als Produktionshemmnis in ihrem Sektor anführen, weiter gestiegen ist. Im März/April führte die Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission ihre halbjährliche Investitionsumfrage durch. Die Ergebnisse lassen auf eine Abschwächung des jährlichen Wachstums der Unternehmensinvestitionen im Jahr 2024 schließen. Die Wachstumsrate sank auf ein Niveau, das einer Stabilisierung auf Jahressicht entspricht, wenngleich die Investitionsabsichten in den Ländern, die am meisten von den neu ausgezahlten Mitteln aus dem Programm

„Next Generation EU“ profitieren, in der Regel positiver ausfielen.<sup>8</sup> Laut vorläufigen Daten aus Earnings Calls hellt sich die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne und -investitionen im zweiten Halbjahr 2024 auf, was auf eine Erholung der Investitionstätigkeit im weiteren Verlauf hindeutet. Ähnlich verhält es sich mit dem Sentix-Index für das Anlegervertrauen im Euroraum in den kommenden sechs Monaten. Der Index kehrte sich im April erstmals seit Februar 2022 ins Positive und legte im Mai weiter zu. Dies spricht ebenfalls für eine stärkere Investitionsbereitschaft in der zweiten Jahreshälfte.

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence, Sentix und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMI's sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die EMI-Linien beziehen sich auf die Antworten der Unternehmen aus dem Investitionsgütersektor. Die „erwartete Stimmung“ bezieht sich auf den Teilindex des (um den Faktor 3 reskalierten) Sentix-Indikators für die Anlegerstimmung im Euroraum in den kommenden sechs Monaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Unternehmensinvestitionen), Mai 2024 (Sentix) bzw. April 2024 (übrige Angaben). In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung den gewichteten Durchschnitt der Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie für den EMI für die Produktion bezieht sich auf den Wohnungsbau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. Mai 2024 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission veröffentlichter Indikator der trendmäßigen Entwicklung).

**Trotz der auf kurze Sicht wohl anhaltend schwachen Grunddynamik dürften sich die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2024 erhöht haben.** Aus der Aggregation der verfügbaren Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum im ersten Quartal 2024 gegenüber dem Vorquartal deutlich gestiegen sind. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die ungewöhnlich milde Witterung in Deutschland und die starken – wenngleich nachlassenden – Effekte vergangener fiskalischer Anreize in Italien. Das Ergebnis stand auch weitgehend im Einklang mit der Produktion in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Eurogebiet, die im ersten Quartal 2024 um 0,8 % gegenüber dem vorangegangenen

<sup>8</sup> Siehe auch Europäische Kommission, [European Economic Forecast \(Spring 2024\)](#), Institutional Paper 286, 2024, S. 31-32.

Dreimonatszeitraum zunahm. Die jüngsten umfragebasierten Indikatoren deuten jedoch auf eine Verringerung der Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal hin. So lagen sowohl der EMI für die Produktion im Wohnungsbau als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten in den ersten Monaten des zweiten Quartals weiterhin im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 8, Grafik b). Insgesamt spiegeln sich im Abwärtstrend der Wohnungsbauinvestitionen der erhebliche Anstieg der Hypothekenzinsen und die nachlassenden Preissteigerungen bei Wohnimmobilien wider. Beide Entwicklungen sind auf die vorangegangene geldpolitische Straffung zurückzuführen, die sich negativ auf die Finanzierbarkeit und Rentabilität von Wohnimmobilien ausgewirkt hat. Das anhaltend erhöhte Zinsniveau dürfte dazu führen, dass Wohnimmobilien wenig erschwinglich und wenig rentabel bleiben und die Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen auch weiterhin beeinträchtigt wird.

**Das Exportwachstum des Euroraums begann sich im ersten Quartal 2024 zu normalisieren, nachdem es fast ein Jahr lang geringer als das Wachstum der globalen Importe ausgefallen war.** Die volumenmäßige Warenausfuhr in Länder außerhalb des Eurogebiets erholte sich im ersten Quartal geringfügig um 0,1 %. Grund hierfür war die gedämpfte globale Nachfrage, die die Exportentwicklung weiter belastete. Die Warenausfuhren dürften hinter den Dienstleistungsausfuhren zurückgeblieben sein. Hierin zeigt sich, dass die europäische Gaskrise die Wettbewerbsfähigkeit immer noch beeinträchtigt. Hohe Energiepreise scheinen bei der schwachen Entwicklung der Exporte des Euroraums in den letzten Jahren eine wichtige Rolle gespielt zu haben. So sind die seit 2019 zu beobachtenden Veränderungen der Exportmarktanteile der einzelnen Sektoren offenbar negativ mit deren Energieintensität korreliert. In Bezug auf China ist dieser Zusammenhang stärker ausgeprägt. Hier waren erhebliche Verluste an Exportmarktanteilen des Euroraums zu verzeichnen. Mit Blick auf die Zukunft dürften sich die Ausfuhren weiterhin im Einklang mit der Auslandsnachfrage entwickeln. Auf kurze Sicht deuten umfragebasierte Indikatoren jedoch darauf hin, dass die Exporte schwach bleiben werden. Die EMIs für den Auftragseingang im Exportgeschäft sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor verbesserten sich zwar im Mai 2024, liegen aber weiterhin unterhalb der Wachstumsschwelle (siehe Abbildung 5). Trotz der höheren Inlandsausgaben im Eurogebiet erholten sich die Importe nur leicht. Das Volumen der Wareneinfuhren war weiter rückläufig und sank im ersten Quartal 2024 um 1,7 %. Im ersten Quartal des laufenden Jahres leistete der Außenhandel einen positiven Beitrag zum BIP, da sich die Exporte besser entwickelten als die Importe. Die Effekte sinkender Einfuhrpreise und steigender Ausfuhrpreise dürften zusammengenommen zu einer erneuten Verbesserung der Terms of Trade führen.

**Die Wirtschaft im Euroraum wird sich den Erwartungen zufolge im Jahresverlauf 2024 erholen, was vor allem den privaten Konsumausgaben zu verdanken ist.** Gestützt wird diese Erholung durch die steigenden Realeinkommen, die sich aus der schwächeren Inflation, den Lohnzuwächsen und den verbesserten Terms of Trade ergeben. Die zu Jahresbeginn vom Außenbeitrag ausgehenden positiven Impulse sind weitgehend Ausdruck der Volatilität im Gefolge des

zeitweiligen Rückgangs Ende 2023. Allerdings dürfte die Auslandsnachfrage weiter zunehmen und dem Exportwachstum im Euroraum Auftrieb verleihen. Auf mittlere Sicht dürfte die Erholung auch dadurch begünstigt werden, dass die negativen Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung allmählich abklingen. Zudem wird im Einklang mit den Markterwartungen bezüglich des künftigen Zinspfads angenommen, dass sich die Finanzierungsbedingungen lockern werden. Darüber hinaus wird das Wachstum durch einen robusten Arbeitsmarkt gestützt. Die Arbeitslosenquote dürfte im späteren Verlauf des Projektionszeitraums weiter sinken und historische Tiefstände erreichen.

**Den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2024 zufolge wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr auf 0,9 %, 2025 auf 1,4 % und 2026 auf 1,6 % belaufen.** Gegenüber den Projektionen vom März 2024 wurde der Ausblick für das BIP-Wachstum für 2024 nach oben korrigiert. Gründe hierfür sind die überraschend positiven Entwicklungen zu Jahresbeginn und die verbesserten aktuellen Daten. Für 2025 wurden die Wachstumsaussichten geringfügig nach unten korrigiert, für 2026 blieben sie unverändert.

### 3 Preise und Kosten

*Die Gesamtinflation im Euroraum stieg im Mai 2024 leicht auf 2,6 %, nachdem sie im März und April bei 2,4 % gelegen hatte. Fast alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gingen im April weiter zurück. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck war im ersten Quartal des Jahres rückläufig, was auf eine Gewinnabschwächung zurückzuführen war. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen blieben weitgehend stabil und lagen meist bei rund 2 %. Die Fachleute des Eurosystems rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2024 damit, dass die Gesamtinflation schrittweise sinken wird, und zwar von 2,5 % im Jahr 2024 auf 2,2 % im Folgejahr und auf 1,9 % im Jahr 2026.*

**Die Gesamtinflation im Eurogebiet ist laut der Schnellschätzung von Eurostat von 2,4 % im April 2024 auf 2,6 % im Mai gestiegen** (siehe Abbildung 9).<sup>9</sup> Diese Zunahme resultierte aus höheren Teuerungsraten für Energie und Dienstleistungen, während sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und Industrieerzeugnissen ohne Energie abschwächte. Die Jahresänderungsrate der Energiepreise erhöhte sich im Mai auf 0,3 %, nachdem sie in den vorangegangenen zwölf Monaten im negativen Bereich gelegen hatte. Zurückzuführen ist dieser Anstieg auf einen aufwärtsgerichteten Basiseffekt infolge eines deutlichen Rückgangs der Teuerungsrate im Mai 2023. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln verringerte sich weiter, und zwar von 2,8 % im April auf 2,6 % im Mai. Diese Abnahme ist die Folge niedrigerer Jahresänderungsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel, wohingegen die entsprechende Rate für unverarbeitete Nahrungsmittel stieg. Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) gemessene Teuerung erhöhte sich von 2,7 % im April auf 2,9 % im Mai. Verantwortlich hierfür ist ein stärkerer Preisauftrieb bei den Dienstleistungen (4,1 % im Mai nach 3,7 % im April). Die rückläufigen Wachstumsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie sind dadurch bedingt, dass der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette kontinuierlich nachlässt. Indes ergibt sich die hartnäckigere Teuerung bei den Dienstleistungen unter anderem daraus, dass Arbeitskosten für einige Positionen dieser Komponente eine größere Bedeutung haben.

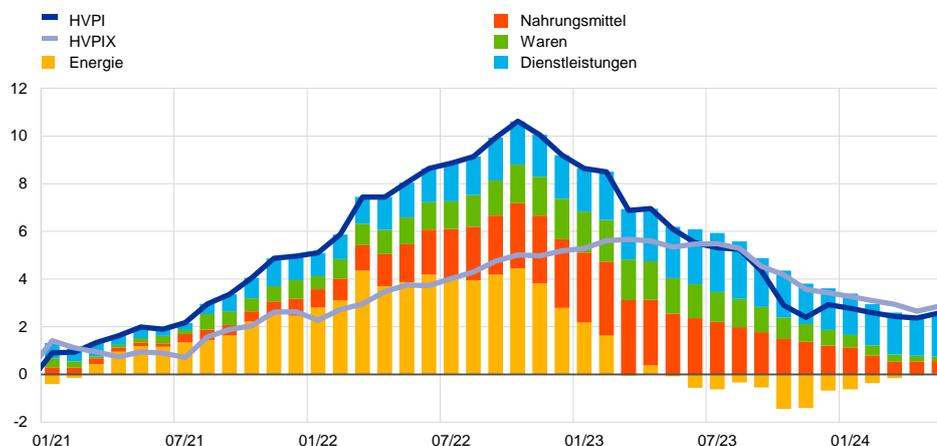
---

<sup>9</sup> Die Gesamtinflation wird am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessen.

## Abbildung 9

### Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

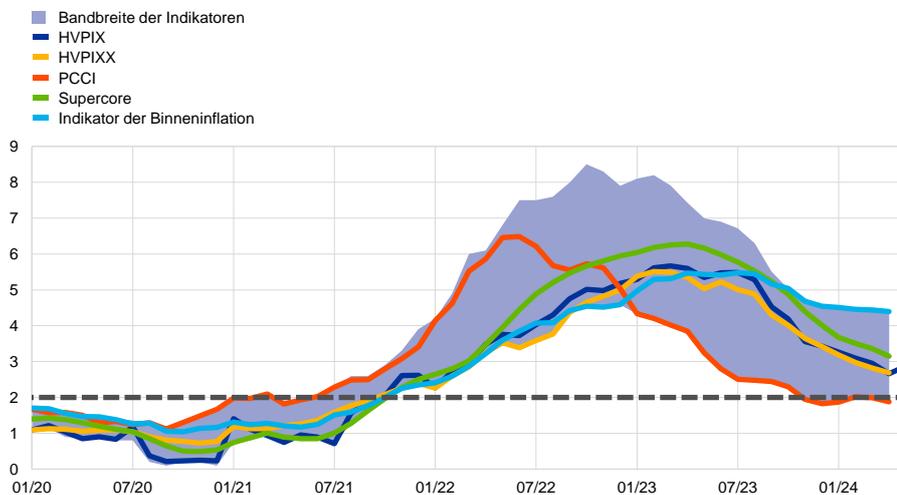
Anmerkung: Die Position „Waren“ bezieht sich auf Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2024 (Schnellschätzung).

**Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation waren weiter rückläufig, worin sich die nachlassenden Effekte der vorangegangenen großen Schocks und eine schwächere Nachfrage angesichts der restriktiven Geldpolitik widerspiegelten** (siehe Abbildung 10). Die Bandbreite der Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation reichte im April von 1,9 % bis 4,4 %. So lagen die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) am unteren Ende der Bandbreite und der Indikator der Binneninflation (ohne HVPI-Positionen mit großem Importanteil) am oberen Ende. Die Teuerung nach dem HVPIXX (HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) verringerte sich von 2,8 % im März auf 2,7 % im April. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Positionen umfasst, sank im selben Zeitraum von 3,4 % auf 3,1 %, während die modellbasierte Messgröße PCCI leicht von 2,0 % auf 1,9 % zurückging. Der Indikator der Binneninflation verzeichnete mit 4,4 % (März und April 2024) den höchsten Wert und erwies sich als die persistenteste Messgröße. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Dienstleistungen wie Versicherungen oder Gesundheitsleistungen mit einem hohen Gewichtsanteil in die Berechnung dieses Indikators eingehen. Diese Dienstleistungspreise werden in der Regel seltener angepasst und reagierten mit Verzögerung auf die vorangegangenen Kostensprünge.

## Abbildung 10

### Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

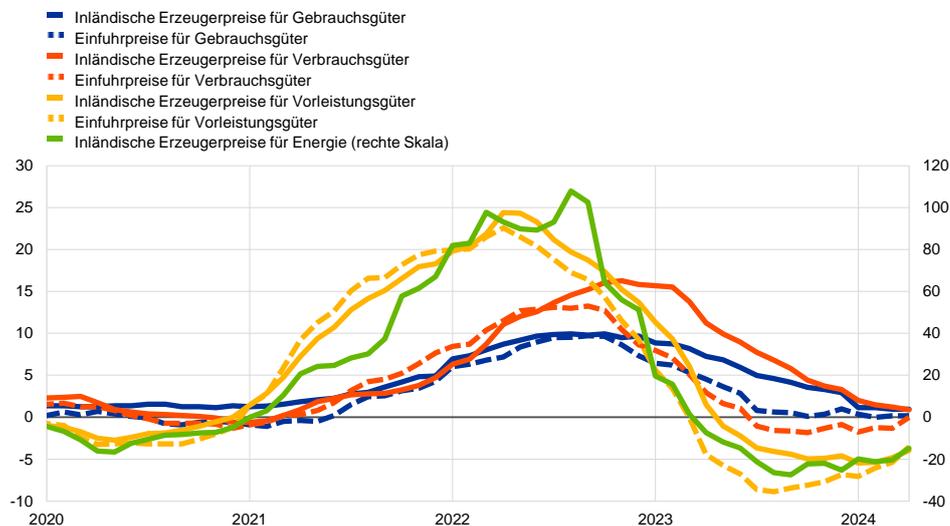
### Die meisten Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette schwächten sich erneut ab, da die kumulierten Effekte der zurückliegenden Preisschocks weiter abklängen (siehe Abbildung 11).

Auf den vorgelagerten Stufen erhöhte sich die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Energie, die seit März 2023 im negativen Bereich lag, von -20,3 % im März auf -14,7 % im April. Auch die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter wies nach wie vor ein negatives Vorzeichen auf (-3,9 % im April nach -4,8% im März). Gleiches gilt für die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für diese Güter (-3,5 % im April nach -5,4 % im März). Auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette stabilisierte sich die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Gebrauchsgüter unterdessen bei 1,0 % (im März und April) nach 1,1 % im Februar. Die entsprechende jährliche Wachstumsrate der Einfuhrpreise lag im März und April bei 0,2 %, nachdem im Februar eine Rate von null verzeichnet worden war. Auch an der Änderungsrate der Erzeugerpreise für Verbrauchsgüter war ein weiteres Nachlassen des kumulierten Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen abzulesen. Die Rate war im April erneut rückläufig und sank auf 0,9 %. Die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Verbrauchsgüter lag im April bei null nach -1,3 % im März. Die Verbrauchsgüter umfassen auch Nahrungsmittel. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel verringerte sich anfangs rascher als die entsprechende Rate der Erzeugerpreise für sonstige Waren, näherte sich aber zuletzt dem Tempo der Rate für sonstige Waren an.

## Abbildung 11

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

### Die zum Zeitpunkt der Berichterstattung vorliegenden aktuellen Daten legen den Schluss nahe, dass der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck nun nachlässt.

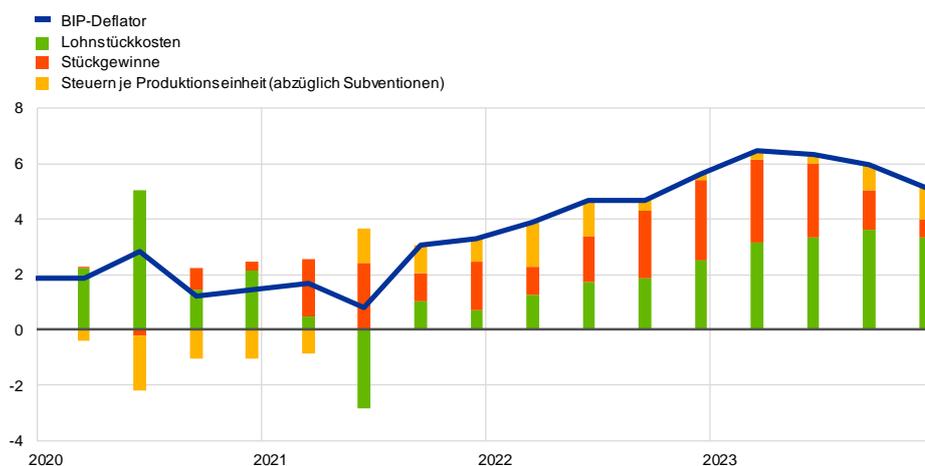
Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators ging von 6,0 % im dritten Quartal 2023 auf 5,1 % im vierten Quartal zurück. Grund hierfür war der niedrigere Beitrag der Stückgewinne und der Arbeitskosten (siehe Abbildung 12). Der geringere Beitrag der Lohnstückkosten ist die Folge einer etwas weniger negativen Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität und eines Rückgangs des Lohnwachstums, das am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessen wird. Diese Rate sank von 5,3 % im dritten Quartal auf 4,9 % im Schlussquartal 2023.<sup>10</sup> Auch das am Arbeitnehmerentgelt je Stunde gemessene Lohnwachstum verringerte sich, und zwar von 5,1 % im dritten Quartal auf 4,7 % im vierten Quartal. Der von den Stückgewinnen und den Arbeitskosten ausgehende Abwärtsdruck wurde durch einen höheren Beitrag der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) teilweise ausgeglichen, der auf einen Anstieg der Steuern je Produktionseinheit und eine negativere Änderungsrate der Subventionen je Produktionseinheit zurückzuführen war. Unterdessen erhöhte sich das Wachstum der Tarifverdienste im ersten Quartal 2024 auf 4,7 %, nachdem es im Schlussquartal 2023 leicht auf 4,5 % gesunken war. Der zuletzt beobachtete Anstieg spiegelte sowohl die allmähliche Anpassung der Löhne an die vorangegangenen Inflationsschocks als auch die angespannte Arbeitsmarktlage wider. Dennoch lassen die Angaben zu den jüngsten Tarifabschlüssen erkennen, dass sich der Lohndruck weiterhin schrittweise abschwächt, auch wenn er für den Rest des Jahres 2024

<sup>10</sup> Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 5. Juni 2024. Laut den am 7. Juni 2024 veröffentlichten Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erhöhte sich das Jahreswachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2024 auf 5,0 % nach 4,9 % im Vorquartal. Bei den Lohnstückkosten sank diese Rate im selben Zeitraum von 6,0 % auf 5,7 %. Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators verringerte sich im ersten Jahresviertel 2024 weiter auf 3,6 % nach 5,1 % im Schlussquartal 2023.

immer noch recht hoch bleiben dürfte.<sup>11</sup> Den Projektionen zufolge beträgt das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 2024 durchschnittlich 4,8 %. Danach dürfte es bis zum Ende des Projektionszeitraums jedoch weiter sinken, aufgrund der nach wie vor angespannten Arbeitsmarktlage, des Inflationsausgleichs und der Anhebung der Mindestlöhne allerdings noch immer über den historischen Werten liegen.

**Abbildung 12**  
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während von der Arbeitsproduktivität ein negativer Beitrag ausgeht.

**Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs lagen zumeist bei rund 2 % und waren damit im Großen und Ganzen unverändert** (siehe Abbildung 13). Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2024 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA-Umfrage) vom Juni 2024 beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2028) auf 2,0 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) blieben am längeren Ende der Zinsstrukturkurve weitgehend stabil. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag bei rund 2,3 % und war damit deutlich niedriger als sein Mehrjahreshoch von Anfang August 2023. Diese marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs stellen jedoch kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dar, denn sie enthalten auch Inflationsrisikoprämien. Modellbasierte Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen, die die Inflationsrisikoprämien nicht berücksichtigen, deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf längere Sicht von einer Inflationsrate von rund 2 % ausgehen. Aus den marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Inflationsentwicklung im Euroraum geht hervor, dass die Anleger für das Jahr 2024 mit einem weiteren Rückgang der Teuerung und einer Rate von

<sup>11</sup> Siehe L. Górnicka und G. Koester (Hrsg.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 338, 2024.

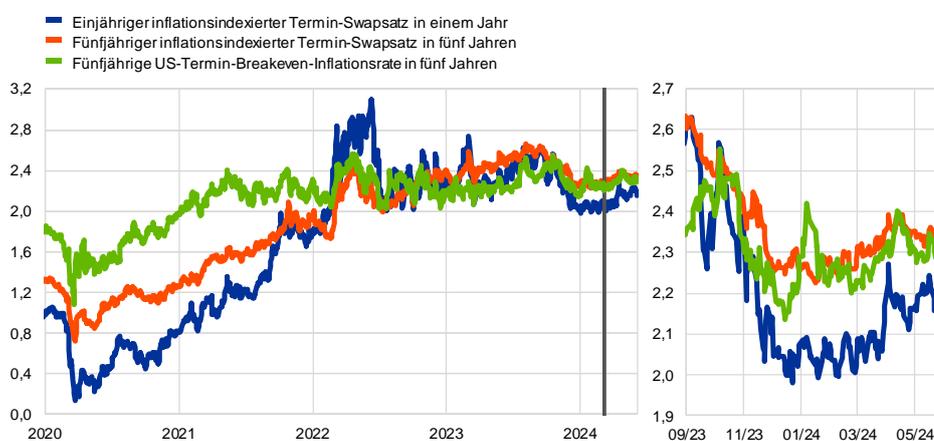
durchschnittlich 2,1 % in der zweiten Jahreshälfte rechnen. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr war im Berichtszeitraum mit 2,2 % weitgehend unverändert. Die Inflationserwartungen der Verbraucher haben sich insgesamt leicht abgeschwächt. Der anhand der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom April 2024 ermittelte Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten lag bei 2,9 % nach 3,0 % im März. Der Medianwert der in drei Jahren erwarteten Inflation verringerte sich unterdessen von 2,5 % im März auf 2,4 %.

### Abbildung 13

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

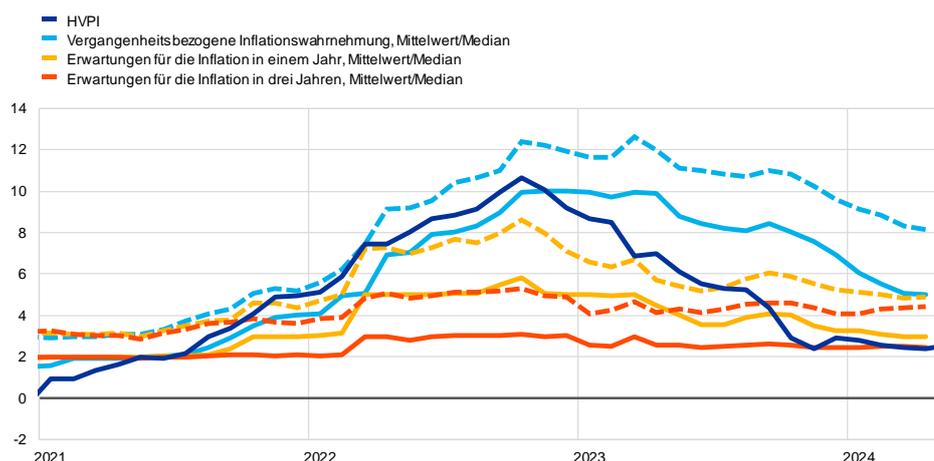
##### a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum und die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren für die Vereinigten Staaten. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 7. März 2024. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Juni 2024 (Terminalsätze), Mai 2024 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. April 2024 (übrige Angaben).

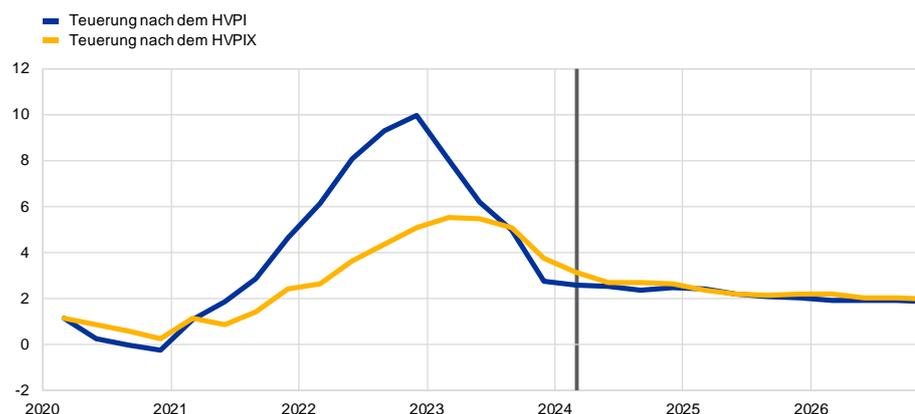
**Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2024 davon aus, dass die Gesamtinflation in**

den Jahren 2024, 2025 und 2026 weiter auf 2,5 %, 2,2 % bzw. 1,9 % sinken wird (siehe Abbildung 14).<sup>12</sup> Gründe für diese Abschwächung sind der kontinuierlich nachlassende Kostendruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette und die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung. Gestützt wird dies durch ein geringeres Wachstum der Arbeitskosten und die abklingenden Effekte der Energiekrise. Gegenüber den Projektionen vom März 2024 wurden die Projektionen für die Gesamtinflation für die Jahre 2024 und 2025 um jeweils 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert. Zurückzuführen ist dies vor allem auf Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Preisaufrtrieb bei Energie und dem Wegfall der energiebezogenen finanzpolitischen Maßnahmen. Die Teuerung nach dem HVPIX wird sich den Projektionen zufolge in den nächsten Jahren weiter abschwächen, und zwar auf durchschnittlich 2,8 % im Jahr 2024, 2,2 % im Jahr 2025 und 2,0 % im Jahr 2026. Verglichen mit den Projektionen vom März 2024 wurde die Teuerung nach dem HVPIX für 2024 und 2025 um 0,2 bzw. 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert.

### Abbildung 14

#### Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert das letzte Quartal vor Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2026 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024 wurden am 22. Mai 2024 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 15. Mai 2024. Sowohl die historischen als auch die Ist-Daten für den HVPI und den HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

<sup>12</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2024.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

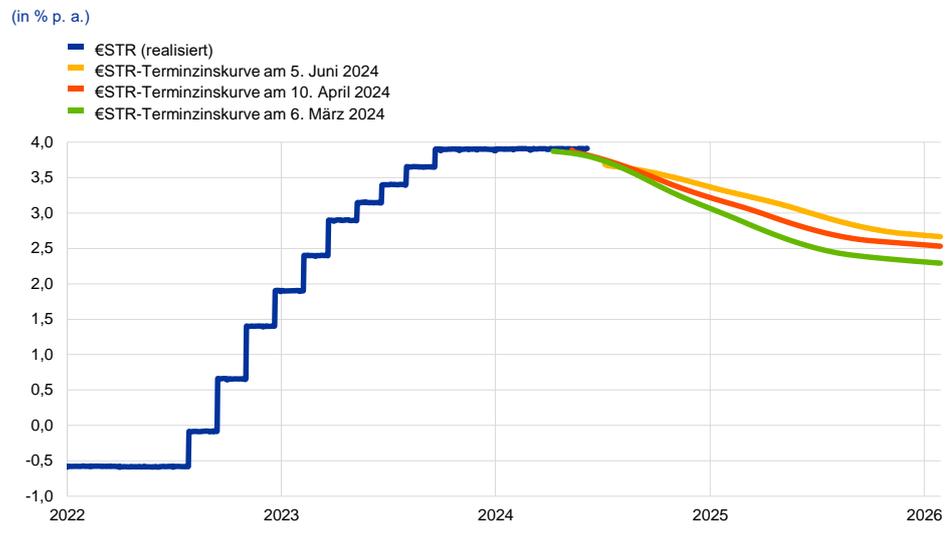
*Die Lage an den Finanzmärkten im Euroraum war im Berichtszeitraum (7. März bis 5. Juni 2024) weiterhin von der Frage geprägt, wie schnell die Inflation sinken und wie sich dies auf Zeitpunkt und Ausmaß möglicher Leitzinssenkungen auswirken werde. Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze stiegen mit Ausnahme der kürzesten Zeithorizonte in fast allen Laufzeitbereichen an. Ausschlaggebend hierfür war, dass die Marktteilnehmer auf unerwartete makroökonomische Entwicklungen auf beiden Seiten des Atlantiks reagierten, was zu einer Abschwächung ihrer Erwartungen im Hinblick auf eine geldpolitische Lockerung führte. Das kurze Ende der Terminkurve des Tagesgeld-Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) veränderte sich kaum und signalisierte, dass die Marktteilnehmer mit Blick auf die EZB-Ratssitzung im Juni eine erste Zinssenkung um 25 Basispunkte fast vollständig einpreisten. Dagegen gingen die Markterwartungen in Bezug auf Zinssenkungen im weiteren Jahresverlauf zurück, sodass nun bis zum Jahresende nur noch mit kumulierten Zinssenkungen von insgesamt 65 Basispunkten gerechnet wird. Wie die Terminzinskurve zeigt, erwarten die Marktteilnehmer, dass die Leitzinsen bis Ende 2026 auf 2 % bis 2,5 % sinken werden. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze stiegen ebenfalls leicht an. Dabei bewegten sich die Renditen von Staatsanleihen weitgehend im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen. Auch ihre Abstände gegenüber dem Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) veränderten sich kaum, da die großen Emissionsvolumina nach wie vor problemlos vom Markt absorbiert wurden. Die Aktienkurse im Euroraum stiegen trotz der noch immer erhöhten geopolitischen Spannungen weiter an. Gestützt wurden sie dabei von verbesserten Gewinnerwartungen und einer starken Risikoneigung. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht auf. Gegenüber dem US-Dollar blieb er indes weitgehend stabil.*

**Die OIS-Terminzinskurve hat sich seit der März-Sitzung des EZB-Rats nach oben verschoben, denn die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf Leitzinssenkungen im laufenden Jahr haben sich abgeschwächt** (siehe

Abbildung 15). Der Referenzzinssatz €STR blieb im Berichtszeitraum mit 3,9 % stabil. Hierin spiegelte sich der unveränderte Zinssatz für die Einlagefazilität wider, der seit der geldpolitischen Sitzung vom September 2023 bei 4,0 % lag. Die Überschussliquidität sank in der Zeit vom 7. März bis zum 4. Juni um rund 302 Mrd. € auf 3 198 Mrd. €. Zurückzuführen war dies in erster Linie auf die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) im März. In geringerem Maße spielte aber auch das verkleinerte Portfolio des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) eine Rolle, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der darin gehaltenen Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr reinvestiert. Am kurzen Ende der €STR-basierten OIS-Terminzinskurve preisten die Marktteilnehmer eine erste Zinssenkung um 25 Basispunkte auf der EZB-Ratssitzung im Juni fast vollständig ein. Dagegen sind die Terminzinsen, die Hinweise auf die späteren geldpolitischen Sitzungen liefern, seit der März-Sitzung gestiegen. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer nunmehr davon ausgehen, dass bis zum Jahresende weniger Leitzinssenkungen vorgenommen und diese erst später erfolgen werden als zuvor erwartet. Wurden im März noch Leitzinssenkungen von insgesamt rund

100 Basispunkten bis zum Jahresende eingepreist, waren es zuletzt nur noch etwa 65 Basispunkte.

**Abbildung 15**  
€STR-Terminzinssätze



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

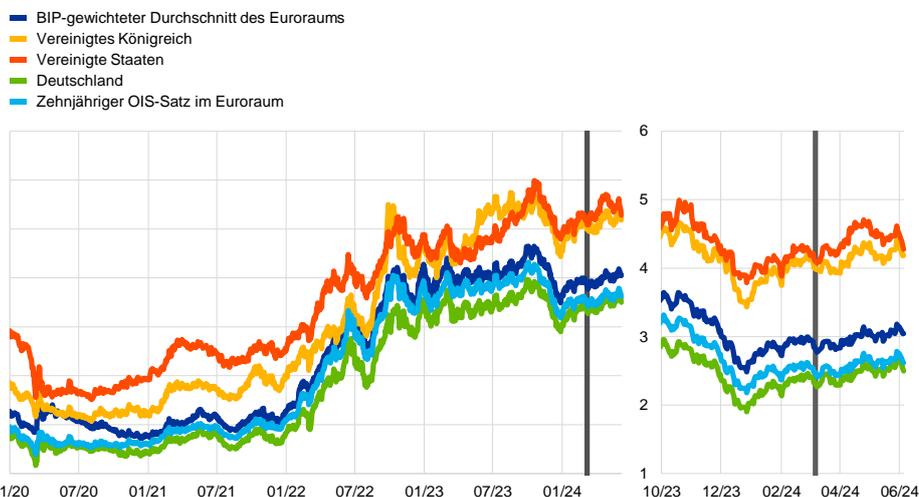
**Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum erhöhten sich etwas, jedoch weniger stark als ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten** (siehe

Abbildung 16). In der ersten Hälfte des Berichtszeitraums stiegen die langfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet – hauptsächlich infolge der Neubewertung der Zinssichten in den USA – deutlich an. Im weiteren Verlauf gaben sie dann leicht nach. Der zehnjährige OIS-Satz im Euroraum erhöhte sich bis Ende April um 30 Basispunkte und lag am Ende des Berichtszeitraums bei rund 2,6 %. Das sind 16 Basispunkte mehr als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom März. In den Vereinigten Staaten schwankten die langfristigen risikofreien Zinssätze im Berichtszeitraum insgesamt stärker und stiegen auch deutlicher an. Dies galt insbesondere an den Tagen, an denen neue Daten zum Verbraucherpreisindex (VPI) veröffentlicht wurden. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen erhöhte sich um 19 Basispunkte auf 4,3 %, sodass die Differenz zwischen den langfristigen risikofreien Zinssätzen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten nahezu unverändert blieb. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Vereinigten Königreich stieg um 19 Basispunkte auf 4,2 %.

## Abbildung 16

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

(in % p. a.)



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

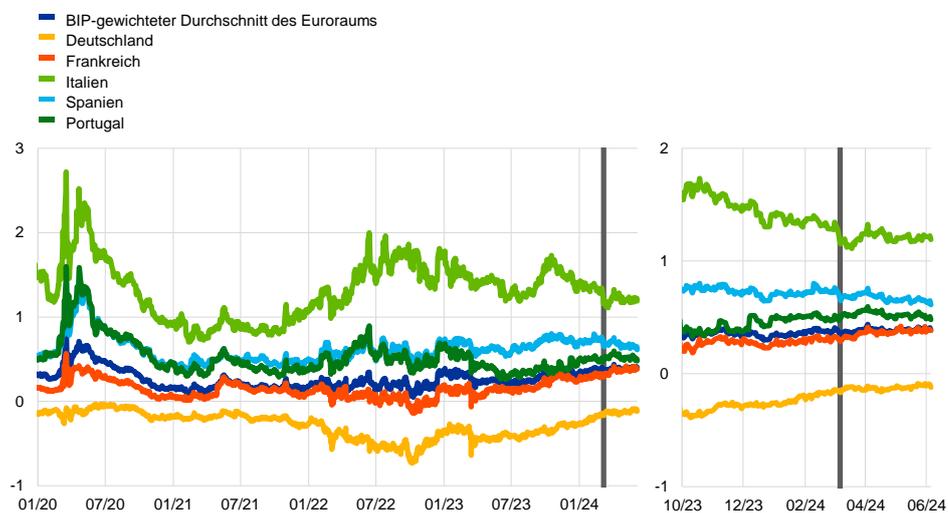
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 7. März 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Juni 2024.

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum bewegten sich weitgehend im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen, sodass sich die Renditeabstände kaum veränderten** (siehe Abbildung 17). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet stieg bis zum Ende des Berichtszeitraums um etwa 24 Basispunkte auf rund 3,04 %. Dadurch vergrößerte sich ihr Abstand zum €STR-basierten OIS-Satz lediglich um 5 Basispunkte. Die Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen der einzelnen Euro-Länder (auch jener mit niedrigerem Rating) veränderten sich im Berichtszeitraum nur geringfügig. Der Staatsanleihemarkt war in dieser Zeit von Widerstandsfähigkeit geprägt. So wurden die außergewöhnlich großen Emissionsvolumina problemlos durch die rege Nachfrage der Anleger absorbiert, die sich angesichts der erwarteten Leitzinssenkungen die aktuellen Renditen sichern wollten.

### Abbildung 17

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

(in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 7. März 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Juni 2024.

#### Die Renditeabstände hochverzinslicher Unternehmensanleihen gingen in Anbetracht der insgesamt starken Risikoneigung etwas zurück.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Hochzinssegment gaben im Berichtszeitraum um 14 Basispunkte nach, wobei sie bei Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften um 23 Basispunkte und bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 12 Basispunkte sanken. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating wiesen gewisse Schwankungen auf. Am Ende des Berichtszeitraums hatte sich der Spread hier um insgesamt 8 Basispunkte verkleinert. Im besser bewerteten Teil des Hochzinssegments (B-BB) lagen die Spreads weiterhin deutlich unter ihrem historischen Median, obwohl die Ausfallwahrscheinlichkeit in diesem Marktsegment in den letzten Monaten gestiegen ist. Die Widerstandsfähigkeit des Unternehmenssektors im Euroraum hat dazu beigetragen, die Kosten für die Anleihefinanzierung einzudämmen.

#### Die Aktienkurse im Euroraum standen trotz der erhöhten gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und gestiegener Diskontierungssätze erneut leicht im Plus (siehe Abbildung 18).

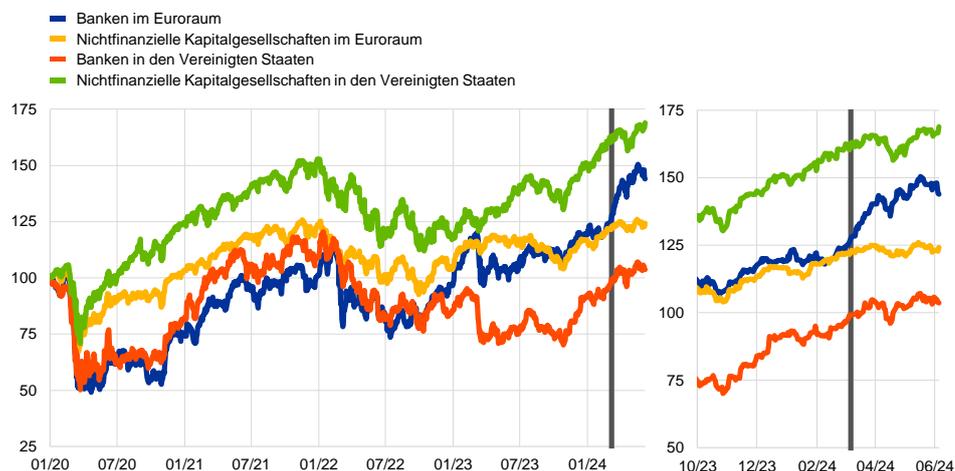
Ungeachtet der nach wie vor erhöhten geopolitischen Spannungen zogen die marktbreiten Aktienindizes im Berichtszeitraum beiderseits des Atlantiks weiter an. Im Euroraum stieg der Index um rund 2,5 % und in den Vereinigten Staaten um rund 3,8 %. Im Eurogebiet wurden die Kurse dabei durch niedrigere Aktienrisikoprämien sowie durch höhere kurz- und langfristige Gewinnerwartungen gestützt. Diese glichen die Auswirkungen der höheren Diskontierungssätze mehr als aus. Die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften stiegen im Euroraum um 0,9 % und in den USA um 3,6 %. Unterdessen verzeichneten die Banken im Euroraum Kursgewinne in Höhe von

12,4 % und schnitten damit abermals besser ab als die Banken in den USA, deren Notierungen sich um 4,5 % erhöhten.

### Abbildung 18

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

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 7. März 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Juni 2024.

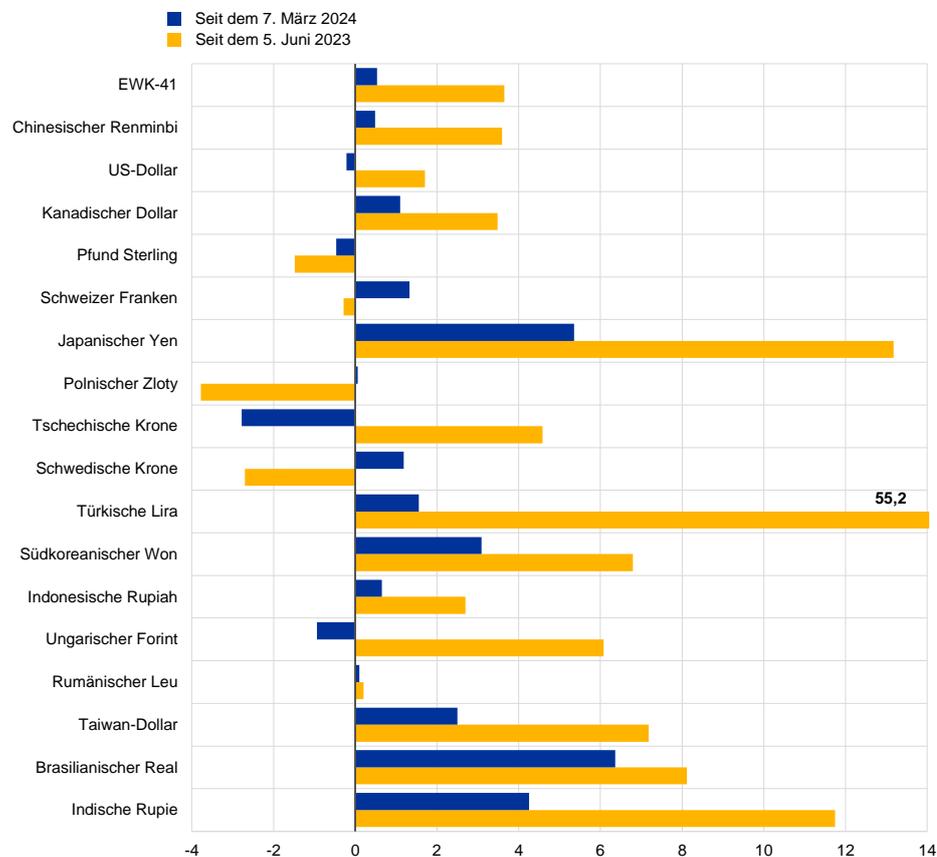
#### An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht auf, blieb gegenüber dem US-Dollar jedoch weitgehend stabil (siehe

Abbildung 19). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 0,5 %. Diese leichte Aufwertung war hauptsächlich durch Kursanstiege gegenüber den Währungen verschiedener Industrieländer bedingt: Gegenüber dem japanischen Yen wertete der Euro um 5,2 % auf, gegenüber dem Schweizer Franken um 1,3 %, gegenüber der schwedischen Krone um 1,2 % und gegenüber dem kanadischen Dollar um 1,1 %. Darin kamen im Wesentlichen die heterogenen geldpolitischen Entwicklungen zum Ausdruck. So wurden die Leitzinsen in der Schweiz im März um 25 Basispunkte auf 1,5 %, in Schweden im Mai von 4,00 % auf 3,75 % und in Kanada am 5. Juni um 25 Basispunkte auf 4,75 % gesenkt. In Relation zum Pfund Sterling wertete der Euro um 0,4 % ab, da sich die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der Frage, wann die Bank of England ihre Leitzinsen senken werde, auf einen späteren Zeitraum verlagerten. Gegenüber dem US-Dollar blieb der Euro relativ stabil (-0,2 %), wenngleich es innerhalb des Berichtszeitraums zu gewissen Schwankungen kam.

## Abbildung 19

### Veränderungen des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 5. Juni 2024.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite im Euroraum blieben im April 2024 auf hohem Niveau stabil. Für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verteuerten sich im Zeitraum vom 7. März bis zum 5. Juni 2024 die marktbasierende Fremdfinanzierung und die Finanzierung über Eigenkapital. Angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der restriktiven Kreditrichtlinien pendelte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im April auf einem niedrigen Niveau ein. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) erholte sich sukzessive weiter, wofür beträchtliche Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland verantwortlich zeichneten.*

**Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum waren im historischen Vergleich nach wie vor hoch.** Da sich die Finanzierungsstruktur der Banken weiter in Richtung teurerer Finanzierungsquellen verlagerte, waren ihre Finanzierungskosten anhaltend hoch. Im April 2024 belief sich der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum auf 2,07 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Abbildung 20, Grafik a). Die Renditen von Bankanleihen stiegen im Berichtsmonat leicht an, während die aggregierten Einlagenzinsen, die den Hauptteil der Finanzierungskosten der Banken ausmachen, konstant blieben (siehe Abbildung 20, Grafik b). Hinter dieser Entwicklung verbargen sich allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, Instrumenten und Sektoren. Während die Zinssätze für täglich fällige Einlagen im April stabil blieben, gingen die Zinsen für Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren zurück. Hierdurch verringerte sich die große Zinsdifferenz zwischen diesen beiden Einlagenarten etwas. Indessen stiegen die Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten leicht an.

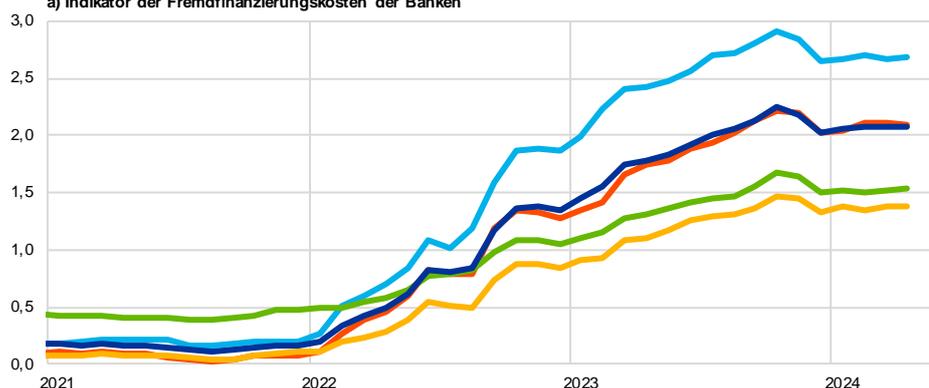
## Abbildung 20

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

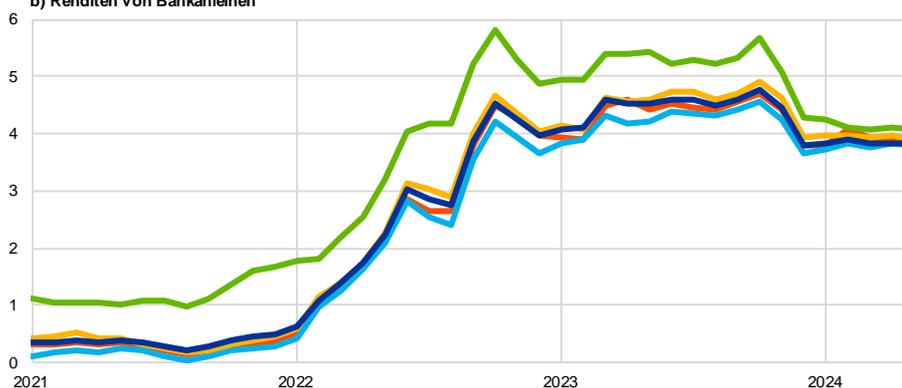
(in % p. a.)



a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen sowie 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 April 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 5. Juni 2024 (Renditen von Bankanleihen).

### Im April 2024 blieben die Zinsen für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite auf hohem Niveau stabil.

Die Kreditzinsen für Unternehmen waren im Berichtsmonat mit 5,18 % unverändert und lagen damit nur geringfügig unter ihrem im Oktober 2023 verzeichneten Höchststand von 5,27 % (siehe Abbildung 21). Allerdings gab es einige Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Laufzeiten. Die Zinsstrukturkurve war invertiert, sodass die Zinssätze für Kredite mit längeren Zinsbindungsfristen weiterhin niedriger waren als für Kredite mit kurzer Zinsbindung. Der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und für große Kredite an Unternehmen im Eurogebiet verringerte sich im April abermals. Mit 0,23 Prozentpunkten wies er den niedrigsten Wert seit der Pandemie auf. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Zinsen für kleine Kredite sanken und die Zinsen für Großkredite unverändert blieben. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an

private Haushalte waren kontant und beliefen sich im April auf 3,80 %, nachdem sie zuvor vier Monate in Folge zurückgegangen waren. Dementsprechend lagen sie weiterhin unter ihrem im November 2023 verzeichneten Höchststand von 4,02 % (siehe Abbildung 21). Diese Stabilisierung war laufzeitübergreifend zu beobachten. Im April stiegen die Bankzinsen für neu vergebene Konsumentenkredite an private Haushalte gegenüber ihrem Wert vom März leicht an und wiesen dabei eine gewisse Volatilität auf, während die Zinsen für Kredite an Einzelunternehmen etwas sanken.

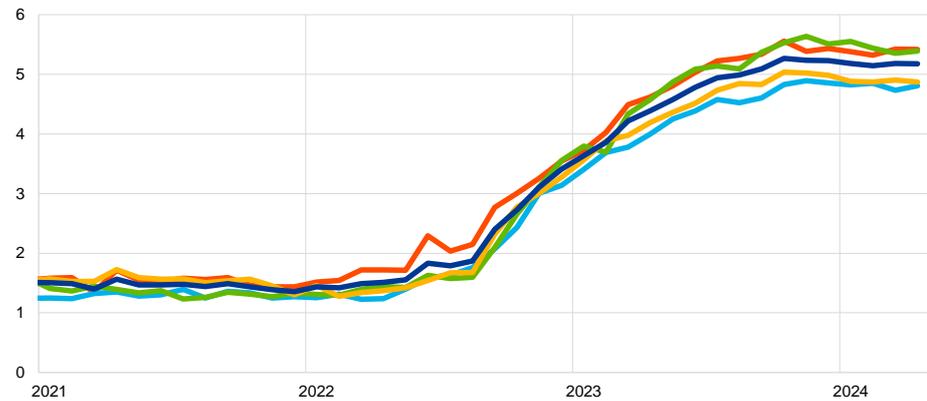
### Abbildung 21

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

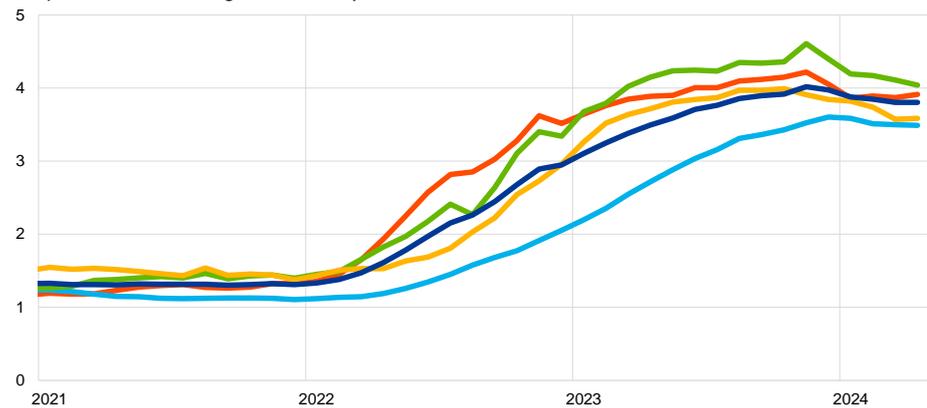
(in % p. a.)

- 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 April 2024.

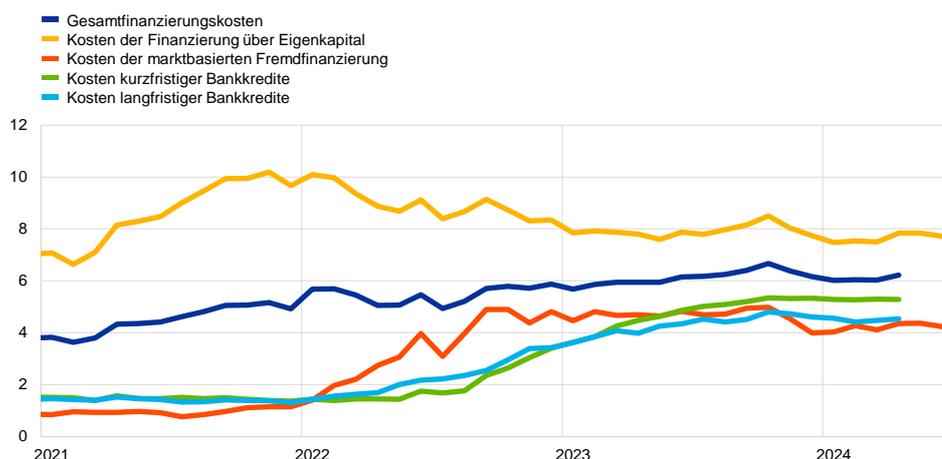
**Im Berichtszeitraum vom 7. März bis zum 5. Juni 2024 verteuerten sich die marktbasierende Fremdfinanzierung und die Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.** Auf Basis der verfügbaren Monatswerte beliefen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden

Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im April auf 6,2 %. Damit waren sie 20 Basispunkte höher als im März, lagen aber noch unter dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 22).<sup>13</sup> Zum Anstieg der Gesamtfinanzierungskosten trugen alle Komponenten bei. Die einzige Ausnahme bildeten die Kosten für kurzfristige Kredite, die sich kaum veränderten. Auf Basis von Tageswerten stiegen sowohl die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung als auch die der Finanzierung über Eigenkapital im Berichtszeitraum an. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung nahmen etwas zu, weil der Anstieg des risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps bestimmt) nicht durch die gesunkenen Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften – im Investment-Grade-Bereich wie auch im Hochzinssegment – ausgeglichen werden konnte. Die Finanzierung über Eigenkapital verteuerte sich zugleich ebenfalls, weil der leichte Rückgang der Aktienrisikoprämie durch die Zunahme des risikofreien Zinssatzes wettgemacht wurde (siehe Abschnitt 4).

### Abbildung 22

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

(in % p. a.)



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 marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 5. Juni 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten langfristiger und kurzfristiger Bankkredite auf April 2024 (Monatswerte).

### Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte lag im April 2024 angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der restriktiven Kreditrichtlinien weiterhin praktisch bei null.

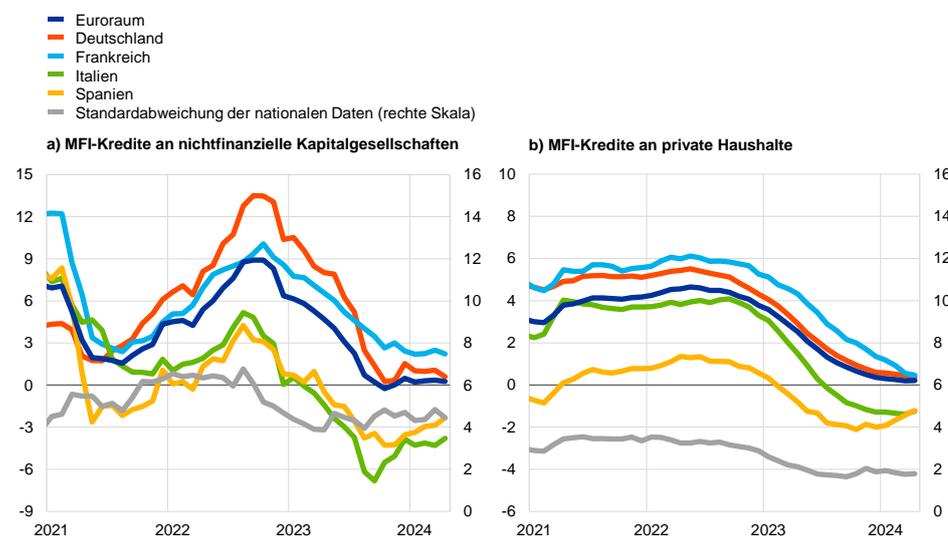
Das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verlangsamte sich leicht von 0,4 % im März auf 0,3 % im April (siehe Abbildung 23, Grafik a). Indessen blieb die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte unverändert bei 0,2 % (siehe

<sup>13</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis April 2024 vor.

Abbildung 23, Grafik b). Dabei zeigten sich die Konsumentenkredite nach wie vor widerstandsfähig, während die Wohnungsbaukredite einen geringfügig positiven Zuwachs verzeichneten und die Kredite an Einzelunternehmen weiterhin negative Wachstumsraten aufwiesen. Aus den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom April 2024 geht hervor, dass ein noch immer erheblicher, wenn auch per saldo sinkender Anteil der Befragten den Eindruck hatte, der Zugang zu Krediten sei in den vergangenen zwölf Monaten schwieriger geworden und werde sich wohl in den nächsten zwölf Monaten sogar noch verschärfen. Das anhaltend schwache Kreditwachstum spiegelt die seit Anfang 2023 stagnierende Kreditvergabe wider und ist vor dem Hintergrund der gedämpften gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, der restriktiven Kreditrichtlinien und der Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik auf die Kreditzinsen zu sehen.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

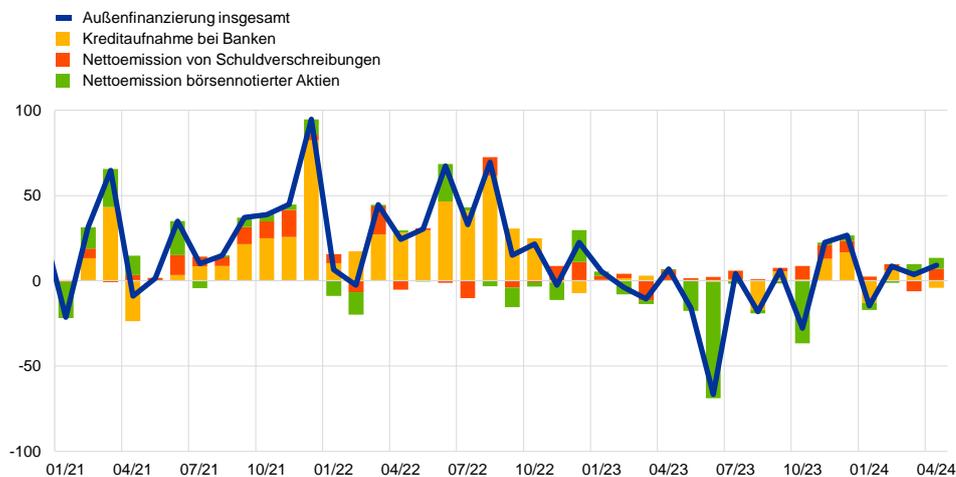
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

**Die Außenfinanzierung (netto) der Unternehmen im Euroraum entwickelte sich im ersten Quartal 2024 und im April verhalten.** Gemessen an den historischen Durchschnittswerten waren die Netto-Außenfinanzierungsströme weiterhin gering (siehe Abbildung 24). Ausschlaggebend hierfür waren die schwache Emissionstätigkeit bei Unternehmensschuldverschreibungen und die geringe Aufnahme von Bankkrediten vor dem Hintergrund der anhaltenden Konjunkturschwäche und restriktiven Leitzinsen. Das Volumen der kurzfristigen Kredite sank erheblich, was mit dem geringeren Bedarf an Betriebskapital und der Mitte 2023 verzeichneten Aufstockung von Fertigerzeugnissen zu erklären war. Angesichts der gedämpften Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen blieb auch das Aufkommen an längerfristigen Krediten schwach. Zugleich belebte sich die Emission börsennotierter Aktien im März und April etwas, blieb aber insgesamt verhalten.

## Abbildung 24

### Außenfinanzierung (netto) der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(monatliche Ströme; in Mrd. €)



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

Anmerkung: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe der Kreditaufnahme bei Banken (d. h. der MFI-Kredite), der Nettoemission von Schuldverschreibungen und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Kredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

### Die Termineinlagen der Unternehmen und privaten Haushalte nahmen im April 2024 weiter zu, wenngleich sich die anhaltenden Umschichtungen in diese Anlageinstrumente mittlerweile abzuschwächen scheinen.

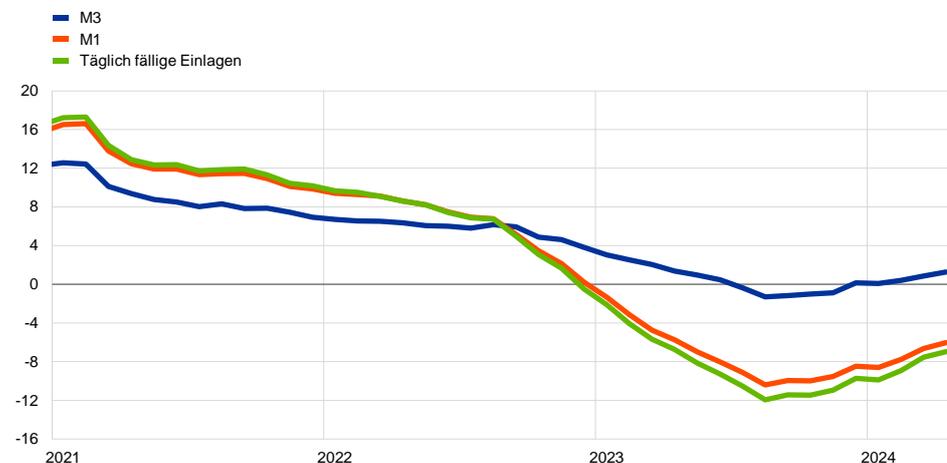
Nachdem die Jahresänderungsrate der täglich fälligen Einlagen im März noch bei -7,5 % gelegen hatte, fiel sie im April mit -7,0 % etwas weniger negativ aus (siehe Abbildung 25). Die anhaltende Präferenz der Unternehmen und privaten Haushalte für Termineinlagen und marktfähige Finanzinstrumente erklärt sich nach wie vor dadurch, dass sie höher verzinst werden als täglich fällige Einlagen.<sup>14</sup> Während die Zuflüsse bei den Einlagen weiterhin deutlich 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, und die täglich fälligen Einlagen der privaten Haushalte verzeichneten erstmals seit September 2022 wieder einen monatlichen Zufluss. Die hohen Kurzfristzinsen beflügelten auch das Wachstum der Geldmarktfonds weiter.

<sup>14</sup> Wie in früheren geldpolitischen Straffungszyklen wurden die Zinssätze für täglich fällige Einlagen langsamer an die Leitzinsänderungen angepasst als die Zinssätze für Termineinlagen. Siehe auch EZB, [Monetäre Dynamik während des Straffungszyklus](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 8/2023.

## Abbildung 25

### M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2024.

### **Gestützt durch einen erneut beträchtlichen Nettokapitalzufluss aus dem Ausland setzte die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) ihre allmähliche Erholung im April 2024 fort.**

Das Geldmengenwachstum im Euroraum hat sich in den letzten Monaten nach und nach beschleunigt, obwohl sich die Kredite an private Haushalte und Unternehmen weiterhin verhalten entwickelten. Das Wachstum von M3 erhöhte sich von 0,9 % im März auf 1,3 % im April (siehe Abbildung 20). 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 -6,6 % im März auf -6,0 % im April. Vor dem Hintergrund des anhaltenden und durch schwache Importe bedingten Leistungsbilanzüberschusses regte ein umfangreicher Kapitalzufluss aus dem Ausland im April die Geldschöpfung an. Zusätzlich gestützt wurde sie durch hohe Nettoemissionen von Staatsanleihen der Euro-Länder. Diese Zuflüsse wurden zum Teil durch die anhaltende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems ausgeglichen. Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte leistete erneut nur einen geringen Beitrag zur Geldschöpfung.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

*Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2024, dass sich das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum von 3,6 % des BIP im Jahr 2023 auf 3,1 % des BIP im laufenden Jahr verringert. Danach dürfte die Defizitquote allmählich weiter auf 2,8 % im Jahr 2025 sinken und 2026 bei 2,6 % liegen. Für 2024 wird eine deutliche und für 2025 und 2026 eine etwas geringere Straffung des fiskalischen Kurses projiziert. Der gestraffte Fiskalkurs des laufenden Jahres spiegelt vor allem die Erwartung wider, dass die Regierungen der Euro-Länder ihre energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen größtenteils auslaufen lassen. In begrenztem Maße ergibt sich hieraus auch der restriktivere Kurs im Jahr 2025. Indes dürften ein etwas langsames Ausgabenwachstum und eine weitere Konsolidierung auf der Einnahmenseite in einigen Ländern zu der geringfügigen zusätzlichen Straffung hinzukommen, die für 2025 und 2026 projiziert wird. Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte sich im Großen und Ganzen auf einem erhöhten Niveau von rund 89 % stabilisieren. Ursächlich hierfür sind die fortbestehenden Primärdefizite und die positiven Deficit-Debt-Adjustments (nicht defizitbedingte Veränderungen der Schulden). Sie werden durch die sich verringern, doch noch immer negativen Zins-Wachstums-Differenzen (Differenzen zwischen dem nominalen Durchschnittszins der Staatsschulden und dem nominalen BIP-Wachstum) ausgeglichen. Die Regierungen müssen nun die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU vollständig und unverzüglich umsetzen, um ihre Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Zugleich ist eine effektive und rasche Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) unabdingbar, damit Innovationen gefördert werden und stärker in den ökologischen und digitalen Wandel investiert wird.*

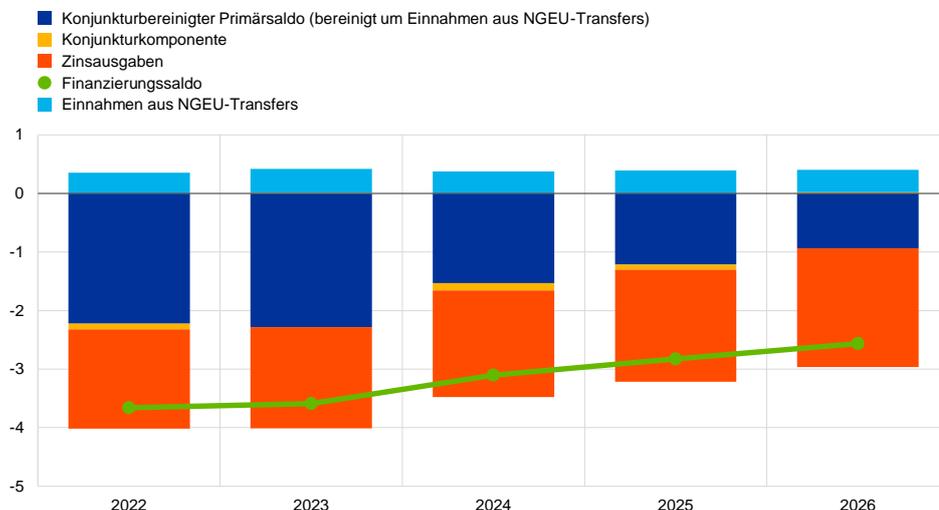
**Den aktuellen Projektionen zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum während des Projektionszeitraums leicht verbessern** (siehe Abbildung 26).<sup>15</sup> Im Zeitraum 2022-2023 sank das Haushaltsdefizit im Euroraum nur minimal, und zwar von 3,7 % auf 3,6 % des BIP. In den darauffolgenden Jahren dürfte sich die Defizitquote deutlicher verringern und 2024 bei 3,1 %, 2025 bei 2,8 % und 2026 bei 2,6 % liegen. Diese Entwicklung spiegelt hauptsächlich die Erwartung wider, dass der immer noch negative konjunkturbereinigte Primärsaldo während des Projektionszeitraums allmählich, am stärksten jedoch im laufenden Jahr, sinken wird. Allerdings wird dieser defizitsenkende Effekt zum Teil durch steigende Zinsausgaben kompensiert. Diese erhöhen sich über den gesamten Projektionszeitraum schrittweise, da die vergangenen Zinserhöhungen aufgrund der langen Restlaufzeiten von Staatsschulden nur langsam weitergegeben werden. Der für 2024 erwartete starke Rückgang des konjunkturbereinigten Primärdefizits ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die Regierungen mit dem Nachlassen des Energiepreisschocks und des kräftigen Preisauftriebs auf der Verbraucherstufe ihre finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen massiv verringern.

<sup>15</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2024.

## Abbildung 26

### Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quelle: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024.

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

#### Das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum war 2023 um 0,4 Prozentpunkte höher als von den Fachleuten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2024 berechnet.

Diese Abweichung ist auf Euroraumebene vor allem dem unerwartet hohen Wachstum der Primärausgaben geschuldet. Zudem hat diese ungünstige Entwicklung auch Auswirkungen auf die weiteren Projektionen für 2024: Aufgrund des niedrigeren Primärsaldos wird nun ein 0,2 Prozentpunkte niedrigerer Finanzierungssaldo erwartet. Die Revision der Projektionen zum Finanzierungssaldo und seinen Komponenten für 2025 ist vernachlässigbar. Hingegen wird für 2026 nun ein 0,2 Prozentpunkte höherer Finanzierungssaldo projiziert, da sich der Primärsaldo verbessern dürfte.

#### Laut den aktuellen Projektionen wird der fiskalische Kurs 2024 deutlich gestrafft und auch in den beiden Folgejahren restriktiv sein.<sup>16</sup>

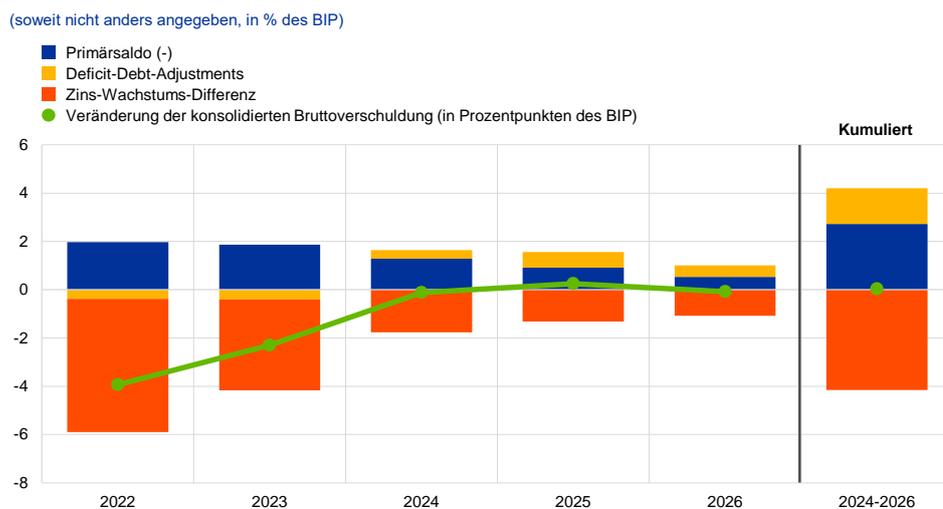
Die um NGEU-Transfers bereinigte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet darauf hin, dass die Finanzpolitik im Jahr 2024 auf Euroraumebene deutlich restriktiv ist (Straffung um 0,7 Prozentpunkte des BIP). Hierin spiegelt sich vor allem die Erwartung wider, dass die Regierungen der Euro-Länder ihre energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen größtenteils auslaufen lassen. In begrenztem Maße wird dieser Effekt auch zu der für 2025 projizierten Straffung beitragen, die sich des Weiteren aus einer Erhöhung der Steuersätze und Sozialbeiträge sowie einem langsameren Wachstum der fiskalischen Transfers ergeben dürfte. Den Projektionen zufolge wird diese Wirkung nur teilweise durch das

<sup>16</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die aus dem EU-Haushalt finanzierten Einnahmen aus den NGEU-Transfers keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

schwache Wachstum der staatlichen Investitionsausgaben kompensiert. Die weitere Straffung des fiskalischen Kurses im Jahr 2026 resultiert vor allem aus einem Rückgang der Subventionen und der übrigen Fiskaltransfers. Im Projektionszeitraum 2024-2026 beläuft sich die fiskalische Straffung auf insgesamt 1,3 Prozentpunkte des BIP.

**Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte während des gesamten Projektionszeitraums erhöht bleiben und stabil bei rund 88,5 % liegen** (siehe Abbildung 27). Seit ihrem deutlichen Anstieg auf rund 97 % während der Corona-Pandemie im Jahr 2020 ist sie Schritt für Schritt zurückgegangen. Allerdings scheint es nun keine weitere Verbesserung zu geben. Vielmehr wird erwartet, dass die Schuldenquote über den gesamten Projektionszeitraum eher stabil bleibt und 2025 sogar geringfügig steigt. Gründe hierfür sind die Primärdefizite und erwarteten positiven Deficit-Debt-Adjustments, die teilweise durch die sich verringern, doch noch immer negativen Zins-Wachstums-Differenzen ausgeglichen werden.

**Abbildung 27**  
Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren



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

**Eine vollständige und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU ist die Voraussetzung dafür, dass die Regierungen ihre Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig senken können.** In den kommenden Jahren wird eine solche wachstumsfreundliche Konsolidierung der Staatsfinanzen notwendig sein, da die Finanzpolitik in der Vergangenheit wiederholt gefordert war, wirtschaftlichen Schocks entgegenzuwirken. Zugleich ist eine effektive und rasche Umsetzung des NGEU-Programms unabdingbar, um Innovationen zu fördern, das Potenzialwachstum zu steigern und stärker in den ökologischen und digitalen Wandel zu investieren. Die positiven Wachstumseffekte fallen nämlich deutlich geringer aus als ursprünglich erwartet, weil sich die Auszahlungen und Investitionen im Rahmen des Programms

bislang verzögern. Auf diese Verzögerungen weist auch die Europäische Kommission in ihrer [Halbzeitbewertung der Aufbau- und Resilienzfazilität \(ARF\)](#) hin.

# Kästen

## 1 Warum erholt sich das Wachstum im Euroraum langsamer von der Pandemie als in den Vereinigten Staaten?

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva und Michel Soudan

**Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie ist das Wachstum des realen BIP im Euroraum deutlich schwächer ausgefallen als in den Vereinigten Staaten.**<sup>1</sup> Im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum vierten Quartal 2023 belief sich das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet kumuliert auf rund 3 %. Dagegen stieg das reale BIP in den Vereinigten Staaten um mehr als 8 % an (siehe Abbildung A). In kumulierter Betrachtung ergibt sich somit eine Wachstumsdifferenz von rund 5 Prozentpunkten.<sup>2</sup> Diese Lücke ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass sich der private Konsum im Euroraum schleppender entwickelte als in den USA. Dort ging von direkten Einkommensbeihilfen und einem vergleichsweise umfangreicheren Abbau der Ersparnisüberschüsse ein besonders kräftiger Impuls aus. Der Euroraum war einem beträchtlichen Terms-of-Trade-Schock ausgesetzt, nachdem der russische Einmarsch in die Ukraine eine Energiekrise ausgelöst hatte. In Bezug auf die Frage, wie stark die relativen Auswirkungen der Geldpolitik in den beiden Wirtschaftsräumen waren, ist die Evidenz uneinheitlich. Die finanzpolitische Unterstützung war jedoch in den Vereinigten Staaten möglicherweise umfangreicher, wenn man die Schwere der verschiedenen Schocks berücksichtigt. Hier ist allerdings zu beachten, dass die unterschiedlichen Berichtsstandards einen Vergleich erschweren. Im vorliegenden Kasten werden diese und weitere Einflussfaktoren untersucht. Nicht analysiert werden dabei die zugrunde liegenden strukturellen Wachstumstrends, die schon im Vorfeld der Pandemie eine Divergenz aufwiesen.<sup>3</sup>

**Eine Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten verdeutlicht, dass für die Wachstumslücke zum größten Teil die kräftige Ausweitung der privaten Konsumausgaben in den USA verantwortlich war** (siehe Abbildung A).

Dementsprechend trug der private Konsum vom Beginn der Pandemie bis zum

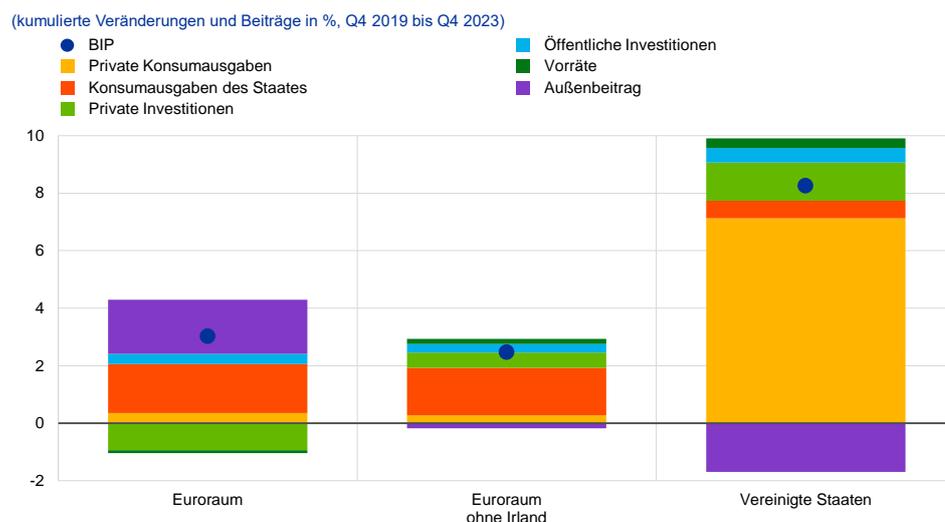
<sup>1</sup> Siehe auch F. de Soyres, J. Garcia-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom und D. Moore, [Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#), FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, 17. Mai 2024.

<sup>2</sup> Rechnet man die Daten zu den volatilen immateriellen Vermögenswerten in Irland heraus (siehe EZB, [Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2023), so beträgt die Differenz zwischen dem Wachstum im Euroraum und in den USA im gleichen Zeitraum 5,7 Prozentpunkte.

<sup>3</sup> Eine Analyse der strukturellen Faktoren, die in den vergangenen Jahrzehnten die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum bestimmt haben, ist nicht Gegenstand dieses Kastens. Zu diesen Faktoren zählen etwa die ungünstigeren Wirtschaftsstrukturen im Eurogebiet (d. h. die Struktur von Produktion und Konsum sowie sektorspezifische Regulierungen und Maßnahmen, die Anreize für die Wirtschaftsakteure bieten, innerhalb des Landes und über Grenzen hinweg zu investieren, zu konsumieren und Handel zu betreiben), niedrigere Ausgaben für Forschung und Entwicklung, weniger Innovationen und ein geringerer Einsatz digitaler Technologien, ein niedrigeres Wachstumspotenzial, höhere staatliche Finanzierungskosten und ein schwierigerer Zugang zu Krediten.

vierten Quartal 2023 rund 7 Prozentpunkte zur Wachstumsdifferenz zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten bei. Das Wachstum im Eurogebiet wurde dabei in erheblichem Maße von der besonders volatilen Entwicklung der Investitionen und des Handels mit immateriellen Anlagegütern in Irland beeinflusst. Dies wirkte sich negativ auf die Investitionstätigkeit aus und ließ den Außenbeitrag des Euroraums in diesem Zeitraum in die Höhe schnellen. Zugleich fielen die privaten Investitionen in den Vereinigten Staaten höher aus als im Eurogebiet. Dies gilt auch, wenn die immateriellen Anlagegüter in Irland herausgerechnet werden, und trotz eines Rückgangs der Wohnungsbauinvestitionen in den USA. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels war jedoch in den Vereinigten Staaten stärker negativ als im Euroraum, auch wenn der von immateriellen Vermögenswerten geprägte irische Handel außer Acht gelassen wird. Grund hierfür waren umfangreiche nachfragebedingte Einfuhren in die USA. Die öffentlichen Investitionen nahmen im Euroraum vergleichsweise in etwas geringerem Maße zu, wenngleich ihr Niveau dank der Unterstützung durch das Programm „Next Generation EU“ deutlich höher war als in den Vorjahren. Unterdessen trugen die Konsumausgaben des Staates im Eurogebiet stärker zum BIP-Wachstum bei als in den USA.

**Abbildung A**  
Wachstum des realen BIP im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



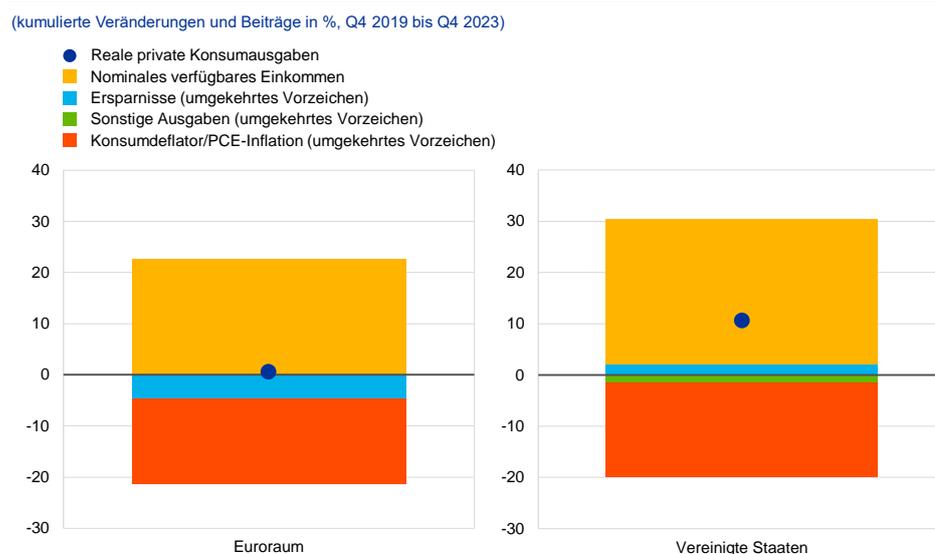
Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die öffentlichen Investitionen im Euroraum werden näherungsweise als reale Investitionen insgesamt abzüglich der Summe der gleitenden Vierquartalsdurchschnitte der nicht saisonbereinigten nominalen Investitionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, finanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte ermittelt. Die Daten stammen aus den von EZB und Eurostat veröffentlichten vierteljährlichen Sektorkonten und werden mittels des Deflators der Gesamtinvestitionen angepasst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

**Der von der Pandemie ausgehende Schock hat das reale Wachstum im Euroraum in den vergangenen Jahren offenbar stärker beeinflusst als in den Vereinigten Staaten.**<sup>4</sup> Seit Beginn der Pandemie haben sich die Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten besser entwickelt als im Eurogebiet. Dies ist unter anderem auf die finanzpolitische Reaktion auf die Pandemie im Jahr 2020 zurückzuführen, aber auch auf einen robusten Arbeitsmarkt in der Zeit danach.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2021.

Dadurch erhielt das verfügbare Einkommen in den USA einen stärkeren Schub (siehe Abbildung B). Für beide Regionen gilt indes, dass – verglichen mit der Entwicklung vor der Pandemie – Ersparnisüberschüsse aufgebaut wurden. Während sie sich im Eurogebiet auf erhöhtem Niveau hielten, wurden sie in den Vereinigten Staaten rascher abgebaut und sorgten dadurch in den Jahren 2022 und 2023 für kräftige Impulse bei den privaten Konsumausgaben (siehe Abbildung B). Die Zusammensetzung der als überschüssige Ersparnisse gehaltenen Vermögenswerte hielt die privaten Haushalte im Euroraum davon ab, Ausgaben zu tätigen, da sie im Gegensatz zu den Verbrauchern in den USA nur relativ geringe Bestände an liquiden Vermögenswerten aufgebaut hatten.<sup>5</sup> Hätten die Privathaushalte im Eurogebiet ihre Sparquote in der Nach-Corona-Zeit im gleichen Umfang reduziert wie jene in den USA, so hätte die kumulierte Wachstumsdifferenz bei den Konsumausgaben unter sonst gleichen Bedingungen rund 3 Prozentpunkte betragen. So aber lag sie seit dem vierten Quartal 2019 bei 10 Prozentpunkten.

**Abbildung B**  
Private Konsumausgaben, Einkommen und Ersparnisse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



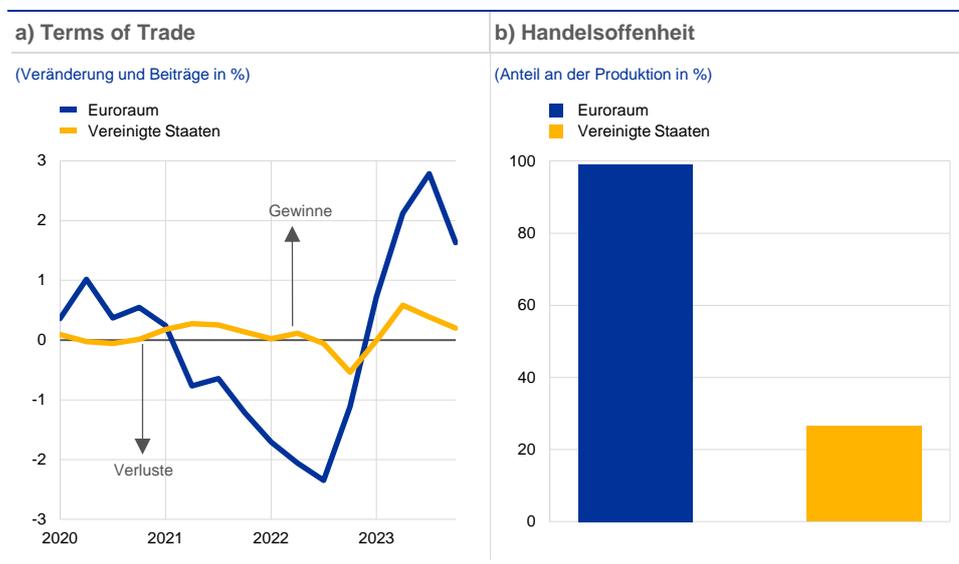
Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: „Sonstige Ausgaben“ bezieht sich auf Zins- und Transferzahlungen. „PCE“ steht für den Preisindex für private Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures Price Index).

**Die Folgen des von Russland geführten Krieges gegen die Ukraine trafen die Wirtschaft im Euroraum ebenfalls härter.** Die wirtschaftlichen Auswirkungen des russischen Einmarschs in die Ukraine Anfang 2022 wie auch der anschließenden Energiekrise und der drastischen Verteuerung von Nahrungsmitteln waren im Eurogebiet besonders gravierend. Dies war auf die geografische Nähe, das Ausmaß der Abhängigkeit von Energie- und Nahrungsmittelimporten aus dieser Region und den negativen Effekt auf das Verbrauchervertrauen im Euroraum zurückzuführen. Die hohen Terms-of-Trade-Verluste nahmen noch weiter zu, da der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in effektiver Rechnung, d. h. gemessen an

<sup>5</sup> Siehe EZB, [Konsumimpuls der pandemiebedingten Ersparnisse – spielt die Zusammensetzung eine Rolle?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2023.

einem Währungskorb, abwertete (siehe Abbildung C, Grafik a).<sup>6</sup> In den USA zeigten sich die Terms of Trade dagegen viel stabiler, was im Wesentlichen durch die größere Energieunabhängigkeit des Landes bedingt war. Im Euroraum führte der kräftige Terms-of-Trade-Schock vor dem Hintergrund eines rückläufigen Vertrauens und steigender Unsicherheit zu einem Rückgang der Realeinkommen und der Wettbewerbsfähigkeit. Dadurch wurde der private Konsum vor allem von Waren gedämpft. Die Aktivität im Dienstleistungssektor wurde zwar in beiden Wirtschaftsräumen durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft beflügelt, doch nahm die Dienstleistungsproduktion in den Vereinigten Staaten stärker zu. Zudem hatte die größere Handelsoffenheit des Eurogebiets zur Folge, dass das verarbeitende Gewerbe besonders stark von Lieferengpässen und der globalen Konjunkturabschwächung betroffen war (siehe Abbildung C, Grafik b).

**Abbildung C**  
Terms of Trade und Handelsoffenheit im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



Quellen: Eurostat und US Bureau of Economic Analysis.  
Anmerkung: Grafik b zeigt die Summe der realen Ausfuhren und Einfuhren in bzw. aus Drittländern als Anteil an der realen Produktion im Jahr 2023. Dies veranschaulicht die stärkere Einbindung des Euroraums in das globale Handelssystem und damit die höhere Reagibilität der Wirtschaft des Euroraums gegenüber der Handelsentwicklung. Die jüngsten Angaben in Grafik a beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 und in Grafik b auf das Jahr 2023.

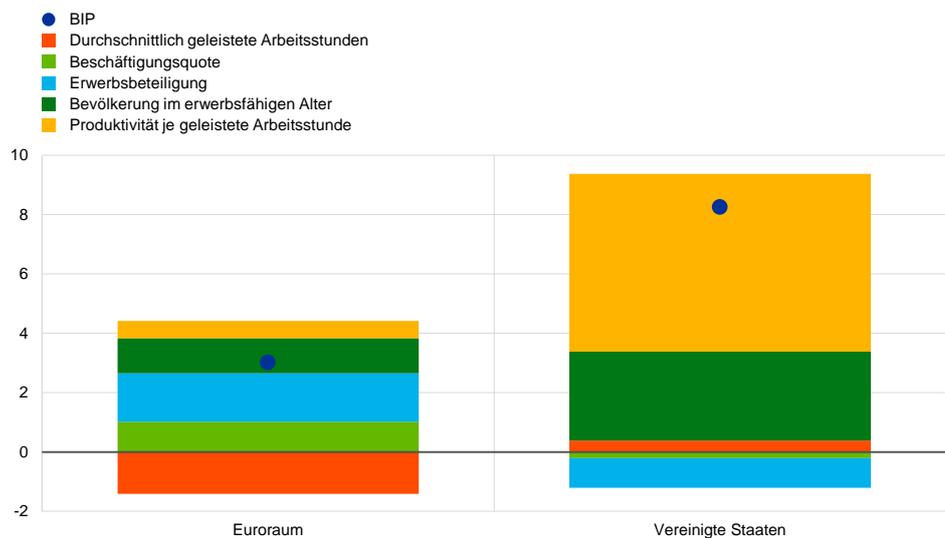
**In den Vereinigten Staaten wurde seit der Pandemie ein deutlich stärkeres Wachstum der Arbeitsproduktivität verzeichnet als im Euroraum.** Wird das BIP-Wachstum in Arbeitsproduktivität, Arbeitsmarktzahlen und demografische Trends aufgeschlüsselt, ergibt sich ein besonders großer Unterschied bei der Arbeitsproduktivität (siehe Abbildung D). In der Zeit seit dem Beginn der Pandemie stieg die Arbeitsproduktivität je geleistete Arbeitsstunde im Eurogebiet nur um 0,6 %, in den USA hingegen um 6,0 %. Diese divergente Entwicklung des Produktivitätswachstums setzte im zweiten Quartal 2020 ein, als der Gesamtarbeitseinsatz (gemessen am BIP) in den Vereinigten Staaten stärker angepasst wurde als im Euroraum. Zum Teil war dies der Einführung von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung im Euroraum geschuldet, während sich in

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Verschlechterung der Terms of Trade und ihre Auswirkungen auf das Realeinkommen und die Leistungsbilanz](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2022.

den USA die Arbeitslosigkeit deutlich erhöhte. Nachdem sich die Differenz beim Produktivitätswachstum kurzzeitig verringert hatte, weitete sie sich ab Mitte 2022 wieder aus. Dies hing damit zusammen, dass der Produktivitätszuwachs im Eurogebiet durch den Energieschock gedämpft wurde. Das euroraumweite Wachstum wurde maßgeblich durch sektorspezifische Entwicklungen bestimmt. Dabei leistete insbesondere das Baugewerbe einen negativen Beitrag zum Produktivitätsanstieg je Arbeitsstunde. In den USA trugen indes die Informations- und Kommunikationstechnologie sowie die freiberuflichen Dienstleistungen in hohem Maße zum Produktivitätswachstum bei. Außerdem wird die Arbeitsproduktivität im Euroraum tendenziell wesentlich stärker von der Konjunktur beeinflusst als in den Vereinigten Staaten. Dies hat zur Folge, dass die Produktivität in Phasen mit niedrigem Produktionswachstum (wie derzeit im Euroraum zu beobachten) weniger stark zunimmt und sich bei einer Konjunkturerholung beschleunigt.<sup>7</sup> Ein kräftiges Bevölkerungswachstum in den Vereinigten Staaten, das in erster Linie durch eine steigende Zuwanderung bedingt war, wurde teilweise durch eine niedrigere Erwerbsbeteiligung insgesamt ausgeglichen. Was die Beiträge zum BIP-Wachstum im Euroraum in diesem Zeitraum anbelangt, so wurde der Anstieg der Erwerbspersonenzahl – der wiederum die Folge einer stärkeren Zunahme der Erwerbsbeteiligung und eines Zustroms von Arbeitskräften aus anderen Ländern war – zum Teil durch einen Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden kompensiert. Mit der wachsenden Erwerbsbevölkerung stieg auch die Beschäftigungsquote im Eurogebiet an, was ebenfalls zum BIP-Wachstum beitrug.

### Abbildung D Wachstum des realen BIP und Arbeitsmarkt

(kumulierte Veränderungen und Beiträge in %, Q4 2019 bis Q4 2023)



Quellen: Eurostat und US Bureau of Economic Analysis.

<sup>7</sup> Siehe O. Arce und D. Sondermann, [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai 2024.

**Gegenüber einem Szenario ohne finanzpolitische Unterstützung dürften diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen das Wachstum in beiden Wirtschaftsräumen insgesamt positiv beeinflusst haben, wenngleich sich ein genauer Vergleich als schwierig erweist.**<sup>8</sup> Auf dem Höhepunkt der Pandemie im Jahr 2020 trugen die diskretionären Maßnahmen dazu bei, die Auswirkungen des Pandemieschocks zu dämpfen. Der finanzpolitische Impuls (näherungsweise gemessen als Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos im Jahr 2020 gegenüber 2019) war in beiden Regionen beträchtlich, wenngleich er in den Vereinigten Staaten mit über 5 % des BIP stärker ausfiel als im Euroraum, wo er bei 4 % des BIP lag (siehe Abbildung E). Was die Zusammensetzung anbelangt, so stützten breit angelegte und relativ umfangreiche Einkommensmaßnahmen zugunsten der privaten Haushalte in den USA den privaten Konsum, während die finanzpolitischen Maßnahmen im Eurogebiet mehr darauf ausgerichtet waren, die Beschäftigung zu fördern, beispielsweise durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung.<sup>9</sup> In beiden Regionen wurde der finanzpolitische Kurs 2021 und 2022 gestrafft, in den Vereinigten Staaten jedoch stärker als im Euroraum.<sup>10</sup> Im Jahr 2022, als die Energiekrise im Euroraum einsetzte, verabschiedeten die Regierungen weitreichende Maßnahmen zur Senkung der Energiepreise und Stützung der Einkommen im Umfang von knapp 2 % des BIP. Zugleich verbesserte sich die Haushaltslage in den Vereinigten Staaten deutlich stärker, was unter anderem auf das Auslaufen der pandemiebedingten Unterstützungsmaßnahmen dort zurückzuführen war. Im Jahr 2023 verschlechterte sich die Haushaltsposition in den USA wieder. Ausschlaggebend hierfür waren geringere Einnahmen aus der Kapitalertragssteuer und diskretionäre Maßnahmen. Zu diesen zählten auch die Maßnahmen im Rahmen des Gesetzes zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act), die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe fördern. Zwar fiel in der Gesamtbetrachtung der kumulierte finanzpolitische Impuls in der Zeit von 2020 bis 2023 in beiden Wirtschaftsräumen weitgehend ähnlich aus, doch die Schocks, auf die sich die Maßnahmen der Politik bezogen, waren im Euroraum stärker ausgeprägt. Da die USA zudem vor der Pandemie ein wesentlich höheres Primärdefizit (gepaart mit einer Ausgabenträgheit) aufwiesen, waren die

---

<sup>8</sup> Vergleichbare Schätzungen zu Umfang und Zusammensetzung der diskretionären Maßnahmen (über den finanzpolitischen Kurs hinaus) sowie zu deren Auswirkungen auf das Wachstum sind nicht verfügbar. Zum Euroraum siehe EZB, Auswirkungen diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP von 2020 bis 2022, Kasten 2, in: [Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 4/2023. Für 2023 wird der Wachstumsimpuls der diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen als leicht negativ eingeschätzt.

<sup>9</sup> Siehe EZB, [Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2021. Siehe auch EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, für Angaben zum Euroraum.

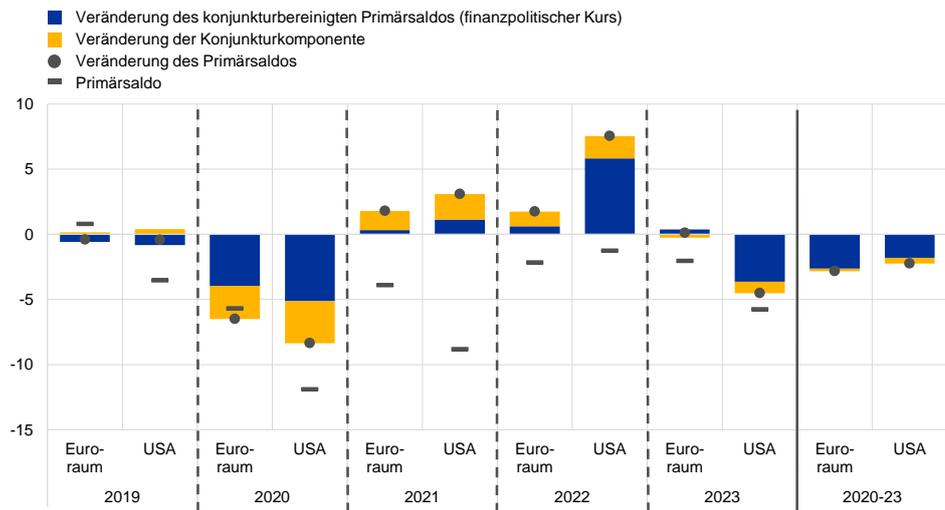
<sup>10</sup> Im Euroraum wurden die diskretionären Stimulierungsmaßnahmen 2021 fortgeführt. Dies gilt vor allem im Hinblick auf die Konsumausgaben des Staates (einschließlich Gesundheitsausgaben) und die Subventionen (Programme zur Arbeitsplatzsicherung und sonstige Hilfen für Unternehmen). Zur Straffung des in Abbildung E dargestellten finanzpolitischen Kurses trugen bedeutende nicht-diskretionäre Faktoren, vor allem unerwartete Mehreinnahmen, bei.

Primärdefizite (und die Verschuldung) dort im genannten Zeitraum – vor allem in den Jahren 2020-2021 sowie 2023 – deutlich höher als im Eurogebiet.<sup>11</sup>

### Abbildung E

#### Fiskalimpulse (Beiträge des finanzpolitischen Kurses und der Konjunktur) und Primärsalden

(in Prozentpunkten des BIP, in % des BIP)



Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2024.

Anmerkung: Der finanzpolitische Kurs ist ein Näherungswert für die diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen. Der Fiskalimpuls (Veränderung des Primärsaldos) umfasst zusätzlich die automatischen Stabilisatoren (Veränderung der Konjunkturkomponente). Negative (positive) Veränderungen zeigen eine Lockerung (Straffung) der Finanzpolitik an. Die rechte Grafik bildet die kumulierten Veränderungen im Zeitraum von 2020 bis 2023 ab. Der Primärsaldo wird als prozentualer Anteil am BIP ausgedrückt. Das Ergebnis für 2023 ist vorläufig und unterliegt Revisionen.

**Was die relative Wirkung der Geldpolitik anbelangt, so ist die Evidenz für die beiden Wirtschaftsräume uneinheitlich.** In beiden Regionen wurde die Geldpolitik in weitgehend ähnlichem Maße gestrafft, und es wurde eine kräftige Transmission auf die Kreditzinsen im privaten Sektor verzeichnet. Die Wirkung auf die verschiedenen Ausgabenkomponenten stellt sich jedoch uneinheitlich dar.<sup>12</sup> Die Transmission geldpolitischer Veränderungen ist mit hoher Unsicherheit behaftet<sup>13</sup> und hängt stark von den bestehenden Finanzstrukturen ab. So weist der Euroraum einen geringeren Anteil an festverzinslichen Hypothekarkrediten und an Unternehmensverschuldung sowie geringere Vermögenseffekte<sup>14</sup> und eine stärkere Abhängigkeit vom Bankensystem auf als die Vereinigten Staaten. Es gibt zum Beispiel Hinweise darauf, dass im Eurogebiet die Transmission auf die Unternehmensinvestitionen ausgeprägter war, während in den USA der Effekt auf

<sup>11</sup> Laut World Economic Outlook des IWF vom April 2024 belief sich das kumulierte Primärdefizit in den Jahren 2020 bis 2023 in den Vereinigten Staaten auf 28 % des BIP und im Euroraum auf 14 % des BIP. Im selben Zeitraum erhöhte sich die gesamtstaatliche Schuldenquote in den USA um 14 Prozentpunkte (auf 122,1 % im Jahr 2023), verglichen mit einem Anstieg von 5 Prozentpunkten (auf 88,6 %) im Euroraum. Die Daten für 2023 sind vorläufig und unterliegen Revisionen.

<sup>12</sup> Siehe [The analytics of the monetary policy tightening cycle](#), Gastvortrag von Philip R. Lane, Mitglied des Direktoriums der EZB, Stanford, 2. Mai 2024.

<sup>13</sup> Siehe [The transmission of monetary policy](#), Rede von Philip R. Lane, Mitglied des Direktoriums der EZB, New York, 11. Oktober 2022.

<sup>14</sup> Die Daten zu den Sektorkonten zeigen, dass der Anteil des Finanzvermögens und die Neigung, dieses Vermögen zu konsumieren, in den Vereinigten Staaten höher sind als im Euroraum. Siehe auch EZB, [Konsumimpuls der pandemiebedingten Ersparnisse – spielt die Zusammensetzung eine Rolle?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2023.

die Wohnungsbauinvestitionen größer war.<sup>15</sup> Darüber hinaus haben geldpolitische Schocks in den Vereinigten Staaten tendenziell einen signifikanten negativen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen und die Realwirtschaft im Euroraum, wohingegen geldpolitische Schocks im Euroraum in den USA keine vergleichbare Wirkung entfalten.<sup>16</sup>

**Mit Blick auf die Zukunft deuten die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems darauf hin, dass sich die Wachstumsdifferenz zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten in den kommenden zwei Jahren verringern wird.** Im Unterschied zu den USA dürfte das reale BIP im Euroraum aufgrund eines vergleichsweise stärkeren Konsums schneller ansteigen.<sup>17</sup> Auch beim Produktivitätswachstum wird sich die bestehende Lücke den Annahmen zufolge verkleinern. Grund hierfür ist eine kräftigere Erholung der Arbeitsproduktivität im Euroraum, weil dort unter anderem die Hortung von Arbeitskräften konjunkturbedingt etwas zurückgehen dürfte.

---

<sup>15</sup> Siehe EZB, [Geldpolitik und Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2023.

<sup>16</sup> Siehe M. Ca' Zorzi et al., [Making Waves: Monetary Policy and its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#), International Journal of Central Banking, Juni 2023.

<sup>17</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), März 2024.

## Erkenntnisse aus Earnings Calls – welche Hinweise liefern Risikoeinschätzung und Stimmungslage der Unternehmen?

Malin Andersson, Juliette Guillotin und Pedro Neves

**Der vorliegende Kasten untersucht die Risikoeinschätzung und die Stimmungslage von Unternehmen anhand von Earnings Calls.**<sup>1</sup> Hierzu werden die Texte von Earnings Calls großer Unternehmen im Euroraum analysiert, um zeitnah verfügbare Kennzahlen zu ermitteln, die die Einschätzung bestimmter Risiken sowie die Stimmung in Bezug auf Nachfrage und Angebot abbilden. Eine solche Analyse ist besonders aufschlussreich bei der Beurteilung, wie Unternehmen die Auswirkungen schwerwiegender weltweiter Schocks wahrnehmen.

**Die Textanalyse erfolgt durch den Abgleich der verschriftlichten Earnings Calls mit einem Synonym-Cluster. So lassen sich vierteljährliche Risiko- und Stimmungsindikatoren erstellen.**<sup>2</sup> Konkret beziehen sich die ausgewählten Risiken auf die Themen Corona-Pandemie, Geopolitik, Inflation, Geldpolitik, Finanzierungsbedingungen und Angebotsengpässe. Der sich hieraus ergebende aggregierte Risikoindikator für den Euroraum korreliert stark mit dem Unsicherheitsindikator, den die Europäische Kommission in ihren monatlichen Unternehmens- und Verbraucherumfragen veröffentlicht. Die Stimmungsindikatoren für Nachfrage und Angebot bewegen sich dagegen im Gleichlauf mit den Einschätzungen der Unternehmen, die diese zur produktionshemmenden Wirkung einer unzureichenden Nachfrage bzw. eines Ausrüstungsmangels in den vierteljährlichen Unternehmens- und Verbraucherumfragen der Kommission abgeben.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Ein Earnings Call ist eine in der Regel vierteljährlich stattfindende Telefon- oder Videokonferenz, bei der die Geschäftsleitung eines börsennotierten Unternehmens die Finanzergebnisse mit Investoren, Analysten und Medienvertretern erörtert. Die Analyseergebnisse für das erste Quartal 2024 beziehen sich auf insgesamt 6 072 Unternehmen; davon haben 563 ihren Sitz im Euroraum. Weitere Informationen sind der Website von [NL Analytics](#) zu entnehmen. Siehe hierzu auch EZB, [Earnings Calls – neue Erkenntnisse zu den Gewinnen sowie den Investitions- und Finanzierungsbedingungen von Unternehmen](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2023; T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler und A. Tahoun, [Sources and Transmission of Country Risk](#), Working Paper des NBER, Nr. 29526, 2021.

<sup>2</sup> Der Risikoindikator bezieht sich auf die Anzahl der Sätze, in denen Wörter aus einem bestimmten Wort-Cluster zusammen mit Schlüsselwörtern wie „Risiko“ oder ähnlichen Begriffen vorkommen, und wird als prozentualer Anteil an der Gesamtzahl der den Begriff „Risiko“ enthaltenden Sätze ausgedrückt. Der Stimmungsindikator gibt an, in wie vielen Sätzen das ausgewählte Thema in Form einer guten oder einer schlechten Nachricht dargestellt ist, wobei beide Werte gegeneinander aufgerechnet werden und der Saldo als Anteil an der Gesamtzahl der Sätze ausgedrückt wird; der Stimmungsindikator wird für die Nachfrage- und die Angebotsbedingungen ermittelt.

<sup>3</sup> Trotz dieses Gleichlaufs sind die Begriffe Unsicherheit und Risiko nicht gleichzusetzen. Unsicherheit tritt auf, wenn die für die Vorhersage von Entwicklungen erforderlichen Informationen entweder unzureichend oder nicht verfügbar sind. Der Risikobegriff hingegen ist mit einer ökonomischen Wahrscheinlichkeit verbunden, dass ein bestimmtes wirtschaftliches Phänomen eintreten wird. Risiko kann als Ergebnis von Unsicherheit betrachtet werden. Alle Risiken beinhalten also Unsicherheit, jedoch kann nicht jede Situation der Unsicherheit als Risikosituation bezeichnet werden; siehe K. F. Park und Z. Shapira, [Risk and Uncertainty](#), in M. Augier und D. J. Teece (Hrsg.), [The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management](#), 2017; EZB, [Die Auswirkungen der jüngsten starken Zunahme der Unsicherheit auf die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2020.

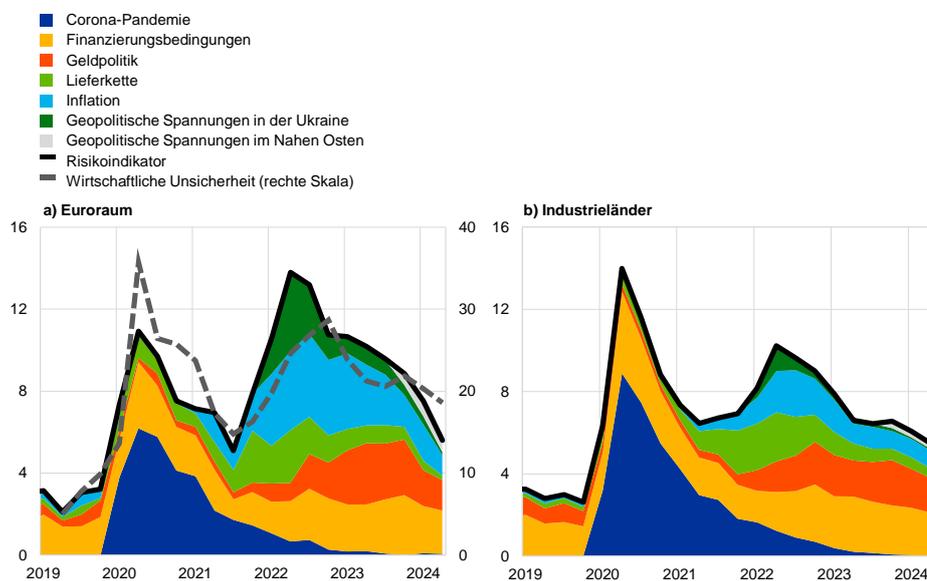
### **Die Analyse der Earnings Calls zeigt, dass die Risiken von den Unternehmen im Euroraum weiterhin als höher eingeschätzt werden als in anderen Ländern.**

Der Euroraum war in besonderem Maße den umfangreichen Schocks ausgesetzt, die in den vergangenen Jahren auf die Weltwirtschaft eingewirkt haben, und litt unter deren schwerwiegenden wirtschaftlichen Folgen. In der ersten Pandemiewelle und während des ungerechtfertigten Einmarschs Russlands in die Ukraine stieg die aggregierte Risikoeinschätzung größerer Unternehmen – erfasst durch die aus den Earnings Calls ermittelten Risikoindikatoren – sowohl im Eurogebiet als auch in anderen Industrieländern stark an. Außer auf dem Höhepunkt der Pandemie wurden jedoch im Euroraum die Risiken stets als erheblicher eingeschätzt als in den anderen Regionen (siehe Abbildung A). So führte die Pandemie im Euroraum zu Lieferengpässen im verarbeitenden Gewerbe in bis dahin nicht gekanntem Ausmaß, und der Einmarsch Russlands in die Ukraine verstärkte den Preisanstieg bei Rohstoffen sowie die Gesamtinflation. Auch die Risiken im Zusammenhang mit der geldpolitischen Straffung im Jahr 2022 wurden im Eurogebiet als höher wahrgenommen. Im ersten Halbjahr 2024 lag der Risikoindikator deutlich über dem Niveau von 2019, aber noch immer unter den vorherigen Höchstständen (siehe Abbildung A). Nach Einschätzung der Unternehmen im Euroraum sind die mit der Inflation und der Geldpolitik verbundenen Risiken derzeit erhöht, nehmen aber ab. Die Risiken in Bezug auf die Angebotsbedingungen und den Krieg Russlands gegen die Ukraine werden zwar mittlerweile als geringer eingeschätzt, doch weiterhin als existent wahrgenommen. Die Risiken durch die Spannungen im Nahen Osten stufen die Unternehmen bislang als geringfügig ein. Die Finanzierungsbedingungen scheinen – im Gegensatz zur Geldpolitik – ein stets präsent Risiko für die Unternehmen darzustellen, das derzeit zwar etwas ausgeprägter ist, jedoch bereits vor der Pandemie wahrgenommen wurde.

## Abbildung A

### Risikoindikatoren – Unternehmenseinschätzung einiger wichtiger makroökonomischer Risiken

(prozentualer Anteil an der Gesamtzahl der den Begriff „Risiko“ enthaltenden Sätze; Salden in %)



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

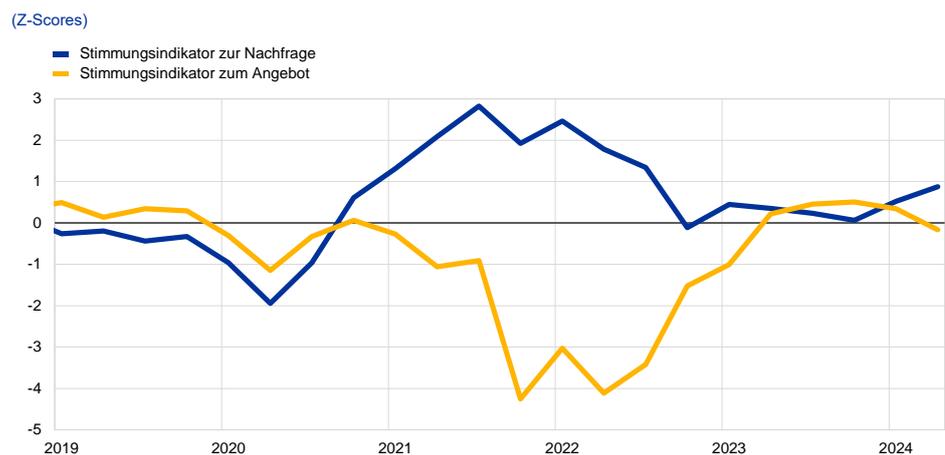
Anmerkung: Der Risikoindikator spiegelt die Häufigkeit wider, mit der das Wort „Risiko“ („risk“) oder ähnliche englische Wörter zusammen mit folgenden Wörtern und deren Synonymen in den Earnings Calls der Unternehmen verwendet wurden: „COVID-19 pandemic“ (coronavirus, COVID-19, COVID-19 risk, COVID crisis); „financing conditions“ (financial AND (crisis OR instability OR volatility), default, bankrupt\*, sovereign, debt, liquidity, loan, lend\*, funding cost\*, financing cost\*, credit capacity, credit availability, financing conditions, borrowing\*); „monetary policy“ (interest rate\*, monetary, Federal Reserve, Fed, European Central Bank, ECB, FOMC, Bank of China, central bank, monetary authority); „supply chain“ (supply chain, supply chain bottleneck, bottleneck, supply disruption, supply shortage, supply bottleneck, supply shock, supply constraint, supply tightness, supply chain risk); „inflation (inflation)“; „geopolitical tensions in Ukraine“ ((Ukrain\* OR Russia\*) AND (war OR invasion OR conflict OR geopoliti\* OR violence OR crisis OR military OR tension\*)), Russia\* AND gas); „geopolitical tensions in the Middle East“ (Gaza, Israel, Hamas, Palestine, Palestinians, Israeli, Leban\*, Houthi\*, Iran, Yemen, Middle East AND (conflict OR war OR violence OR tension\* OR crisis OR invasion OR military OR geopoliti\*), Red Sea, Suez Canal). Firmen im Euroraum machen etwa 8 % aller erfassten Unternehmen aus. Aus den anderen Industrieländern sind Unternehmen aus den Vereinigten Staaten mit 61 %, aus dem Vereinigten Königreich mit 3 % und aus sonstigen Industrieländern (darunter Kanada, Australien, Neuseeland, Japan, Südkorea, Norwegen, Schweiz und nicht zum Euroraum gehörende EU-Mitgliedstaaten) mit 15 % vertreten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (bis zum 31. Mai durchgeführte Telefon- oder Videokonferenzen) bzw. auf Mai 2024 (Unsicherheitsindikator der Europäischen Kommission).

**Aus den verschriftlichten Earnings Calls lassen sich auch Indikatoren für die Unternehmensstimmung ermitteln.** Sie ermöglichen eine Gegenwartsprognose (Nowcasting) und zugleich eine kurzfristige Prognose für die Konjunkturlage im Eurogebiet, denn die Geschäftsleitung äußert sich häufig nicht nur zum Ausblick für das Unternehmen, sondern gibt auch eine Einschätzung zur Konjunktur und zu den Aussichten für die Branche und die Gesamtwirtschaft ab. Die Stimmungsindikatoren für Angebot und Nachfrage können daher hilfreich sein, um Veränderungen im Konjunkturzyklus des Euroraums frühzeitig zu erkennen. Die hier verwendete Methode liefert eine Ergänzung zu anderen Methoden, mit denen auf das BIP wirkende Angebots- und Nachfrageschocks identifiziert werden können (z. B. auf strukturellen Vektorautoregressionsmodellen basierende Methoden) und steht auch im Einklang mit deren Aussagen.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Siehe EZB, Der Faktor Angebot, Kasten 3, in: [Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 4/2023; F. U. Ruch und T. Taskin, [Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls](#), Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 86, Nr. 2, 2024.

**Die Stimmung unter den Unternehmen in Bezug auf Nachfrage und Angebot hat sich weitgehend normalisiert** (siehe Abbildung B). Die Nachfragebedingungen im Euroraum – erfasst durch den aus den Earnings Calls ermittelten Stimmungsindikator für die Nachfrage – sind 2023 wieder zu ihrem historischen Durchschnitt zurückgekehrt. Die Stimmung in Bezug auf die Nachfrage war 2021 und 2022 aufgrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie besonders gut. Im zweiten Halbjahr 2022 setzte eine Verschlechterung ein, die im Jahresverlauf 2023 noch weiter zunahm. Diese Entwicklung stand im Einklang mit dem Wachstum des realen BIP, das bei nahezu null lag. Im ersten Halbjahr 2024 hat sich die Nachfragestimmung bislang wieder verbessert – passend zur Konjunkturbelebung im ersten Quartal 2024. Dagegen brach der Stimmungsindikator für das Angebot in den Jahren 2021 und 2022 ein, denn der mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft verbundene Nachfrageschub führte zu gravierenden Lieferengpässen und Lieferkettenstörungen. Anfang 2023 stieg der Indikator deutlich an und überschritt am Jahresende seinen historischen Durchschnittswert. Parallel dazu lösten sich die Lieferengpässe auf. Im ersten Halbjahr 2024 war der Indikator leicht rückläufig, bewegte sich jedoch weiterhin in der Nähe seines historischen Durchschnitts. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Spannungen im Nahen Osten nicht wesentlich auf die Unternehmens-einschätzung der Angebotsbedingungen ausgewirkt haben. In dieses Bild fügen sich auch die Ergebnisse der Unternehmens- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das zweite Quartal 2024. Die Unternehmen gaben an, dass ihrer Einschätzung nach der Ausrüstungsmangel als produktionshemmender Faktor leicht an Bedeutung gewonnen hat, während die Nachfrage als grundsätzlich produktionsstützend eingeschätzt wurde.

**Abbildung B**  
Stimmungsindikatoren für Nachfrage und Angebot im Euroraum



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Stimmungsindikator spiegelt die Häufigkeit wider, mit der zum Wort „Nachfrage“ („demand“) gehörende Begriffe (demand) und zum Wort „Angebot“ („supply“) gehörende Begriffe (supply chain, supply chain bottleneck, bottleneck, supply disruption, supply shortage, supply bottleneck, supply shock, supply constraint, supply tightness, supply chain risk) in den Earnings Calls der Unternehmen verwendet wurden. Der Z-Score wird berechnet, indem der historische Durchschnitt von jedem Datenpunkt subtrahiert und diese mittelwertbereinigte Reihe durch die Standardabweichung dividiert wird. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (bis zum 31. Mai durchgeführte Telefon- oder Videokonferenzen).

## Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen

Vasco Botelho

### **Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB misst den Anteil der Unternehmen, die die Zahl ihrer Beschäftigten trotz einer Verschlechterung der firmenspezifischen Aussichten nicht verringert haben.**

Dieser neue Indikator wird auf der Grundlage der Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) im Euroraum erstellt. Er lässt sich in zwei Komponenten zerlegen: eine „Konjunkturkomponente“, die den Anteil der Unternehmen erfasst, die sich einer Verschlechterung ihrer firmenspezifischen Aussichten gegenübersehen, und eine „Beschäftigungskomponente“, die den Anteil der Unternehmen angibt, die ihre Belegschaft trotz der ungünstigeren Aussichten nicht verkleinert haben. Die Konjunkturkomponente zeigt an, inwieweit negative Schocks die Aussichten von Firmen im Euroraum beeinflussen. Die Beschäftigungskomponente drückt dagegen aus, inwieweit Unternehmen in der Lage sind, ihre Arbeitskräfte trotz negativer Schocks weiterzubeschäftigen.<sup>1</sup>

### **Im ersten Quartal 2024 lag der Anteil der Unternehmen, die Arbeitskräfte horteten, weiterhin über dem Vorpandemieniveau** (siehe Abbildung A).<sup>2</sup>

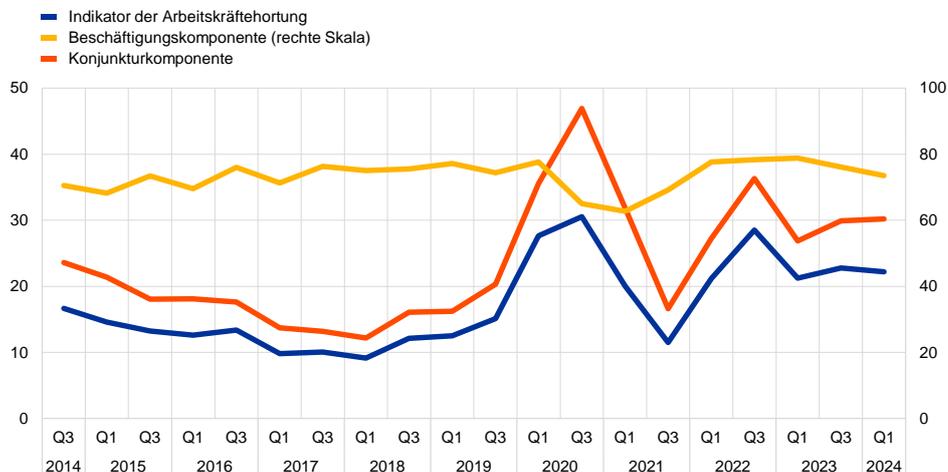
Der Indikator der Arbeitskräftehortung belief sich im ersten Quartal 2024 auf 22,2 % und befand sich damit im Vergleich zum vor der Pandemie (im Zeitraum vom dritten Quartal 2014 bis zum dritten Quartal 2019) verzeichneten Durchschnitt von 12,7 % auf einem relativ hohen Niveau. Der Indikator veranschaulicht, dass sich in den vorangegangenen sechs Monaten ein erheblicher Anteil der Unternehmen (30,2 %) verschlechterten wirtschaftlichen Aussichten gegenüber sah. Davon verzichteten 73,5 % darauf, die Zahl ihrer Beschäftigten in dieser Phase zu verringern. Der Anteil der Unternehmen, die ihre Beschäftigten halten konnten, sank damit im ersten Quartal 2024 leicht gegenüber dem im dritten Quartal 2023 verzeichneten Wert von 76,1 %. Er liegt aber immer noch in etwa auf dem Durchschnittsniveau, das vor der Pandemie verzeichnet worden war. Dementsprechend stieg die Konjunkturkomponente gegenüber der Zeit vor der Pandemie deutlich an, wohingegen die Beschäftigungskomponente weitgehend unverändert blieb.

<sup>1</sup> Die unternehmensspezifischen Aussichten werden danach beurteilt, wie die Unternehmen auf die Frage antworteten, ob sich die firmenspezifischen Aussichten im Hinblick auf den Umsatz und die Rentabilität oder den Geschäftsplan in den vorangegangenen sechs Monaten verbessert oder verschlechtert haben oder unverändert geblieben sind. Die Frage ist qualitativer Natur und könnte somit auch implizieren, dass die Aussichten des Unternehmens nach wie vor günstig sind.

<sup>2</sup> Neben der verstärkten Arbeitskräftehortung wurde die Beschäftigungsentwicklung auch durch sinkende Reallöhne gestützt. Auf diesen Faktor wird in Kasten 4 des vorliegenden Wirtschaftsberichts näher eingegangen.

## Abbildung A Indikator der Arbeitskräftehortung

(Anteil der Unternehmen, in %)



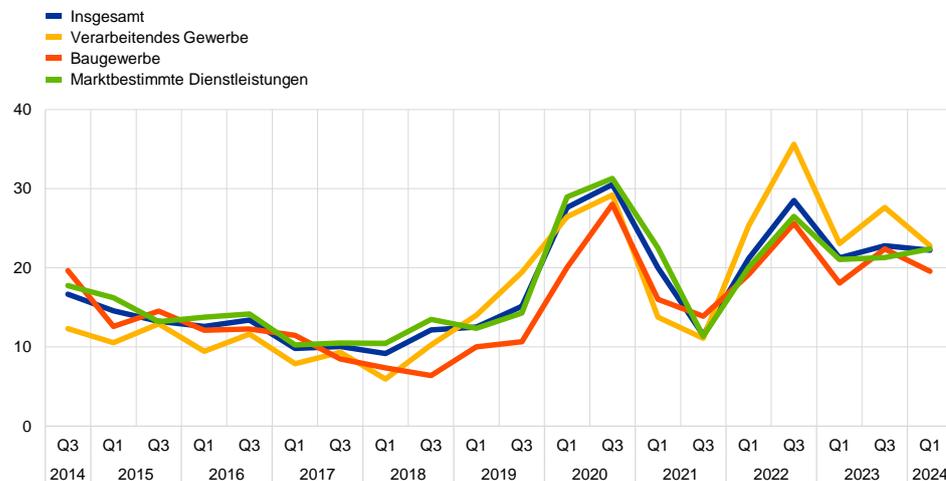
Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).  
Anmerkung: Der Indikator der Arbeitskräftehortung gibt den Anteil der Unternehmen wieder, die die Zahl ihrer Beschäftigten trotz verschlechterter firmenspezifischer Aussichten nicht verringert haben. Die Konjunkturkomponente erfasst den Anteil der Unternehmen, deren spezifische Aussichten sich in den vorangegangenen sechs Monaten verschlechtert haben. Die Beschäftigungskomponente gibt dagegen von allen Unternehmen, die im gleichen Zeitraum eine Verschlechterung ihrer Aussichten meldeten, den Anteil jener Unternehmen an, die die Zahl ihrer Beschäftigten nicht verringert haben. Die im ersten Quartal durchgeführten Umfragewellen decken den Zeitraum von Oktober bis März ab, die Wellen im dritten Quartal den Zeitraum von April bis September.

**Der Indikator der Arbeitskräftehortung ist gegenüber dem vor der Pandemie beobachteten Niveau allgemein gestiegen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe** (siehe Abbildung B). Im ersten Quartal 2024 lag der Indikator der Arbeitskräftehortung für das verarbeitende Gewerbe bei 22,8 %, für das Baugewerbe bei 19,6 % und für die marktbestimmten Dienstleistungen bei 22,4 %. Verglichen mit der Vorpandemiezeit war das Ausmaß der Arbeitskräftehortung in allen Sektoren recht hoch: Im verarbeitenden Gewerbe belief es sich damals auf durchschnittlich 11,2 %, im Bausektor auf 11,4 % und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen auf 13,3 %. In jüngerer Zeit, nach dem Anstieg der Energiepreise, fiel die Zunahme der Arbeitskräftehortung im verarbeitenden Gewerbe am deutlichsten aus. Dort erreichte sie im dritten Quartal 2022 einen Höchststand von 35,6 %. Auch in anderen Sektoren, in denen sich das Geschäftsklima eintrübte, hielten Unternehmen ihre Arbeitskräfte. Im Baugewerbe gaben 25,6 % der Firmen an, die Zahl der Beschäftigten trotz verschlechterter Geschäftsaussichten nicht zu reduzieren. Bei den marktbestimmten Dienstleistungen belief sich ihr Anteil auf 26,5 %.

## Abbildung B

### Indikator der Arbeitskräftehortung nach Sektoren

(Anteil der Unternehmen, in %)



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

Anmerkung: Der Indikator der sektoralen Arbeitskräftehortung gibt den Anteil der Unternehmen eines Wirtschaftssektors wieder, die die Zahl ihrer Beschäftigten trotz verschlechterter Geschäftsaussichten nicht verringert haben.

**Im Zuge der Erholung von der Pandemie stiegen die Gewinnmargen der Unternehmen deutlich an und erreichten 2022 das höchste Niveau seit zehn Jahren** (siehe Abbildung C).<sup>3</sup> Die Gewinnmargen der Unternehmen (vor Steuern)

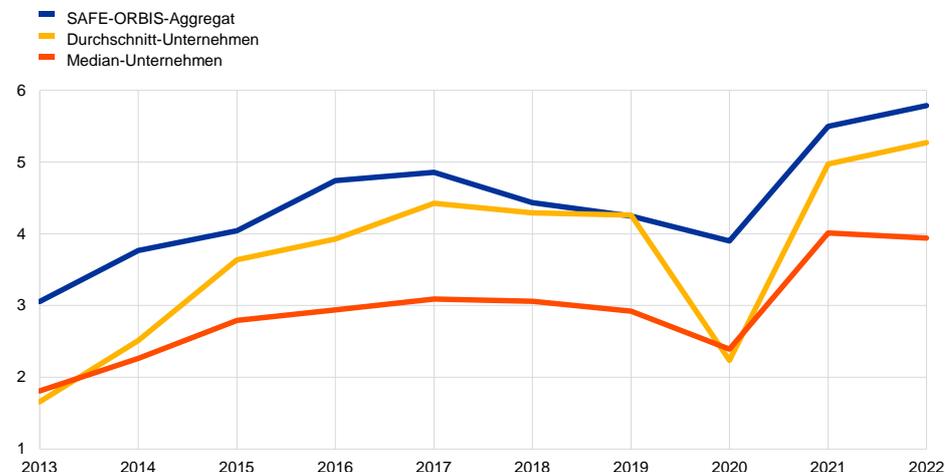
erhöhten sich von durchschnittlich 4,3 % des Betriebsertrags im Zeitraum 2014-2019 auf rund 5,8 % im Jahr 2022. Für die Durchschnitt- und die Median-Unternehmen war eine ähnliche Zunahme zu beobachten. Bei den Durchschnitt-Unternehmen erhöhten sich die Gewinnmargen von 3,8 % im Zeitraum 2014-2019 auf 5,3 % im Jahr 2022, bei den Median-Unternehmen von 2,8 % auf 3,9 %.

<sup>3</sup> Ergänzend zu den Informationen aus der SAFE-Umfrage werden hier Bilanzinformationen von Unternehmen für das vorangegangene Jahr aus ORBIS herangezogen. Die Gewinnmarge ist der Vorsteuergewinn eines Unternehmens im Verhältnis zum Betriebsertrag. Der Anstieg der Gewinnmargen im Zeitraum 2021-2022 gemäß SAFE-ORBIS-Datensatz steht im Einklang mit der auf Makroebene verzeichneten Zunahme der Stückgewinne, auch wenn die beiden Kennzahlen nicht direkt miteinander vergleichbar sind. Die Bilanzinformationen von ORBIS stehen erst mit einer gewissen Zeitverzögerung zur Verfügung. Die in dieser Analyse verwendeten SAFE-ORBIS-Daten zu den Gewinnmargen reichen bis zum Jahr 2022.

## Abbildung C

### Gewinnmargen der Unternehmen im Zeitverlauf

(in %)



Quellen: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) sowie ORBIS von Moody's.

Anmerkung: Die aggregierte SAFE-ORBIS-Gewinnmarge wird berechnet, indem die Gewinne vor Steuern und die Erlöse aller Unternehmen in jedem ORBIS-Bilanzjahr vor Ermittlung des Gewinnmargenverhältnisses addiert werden. Die Bilanzinformationen von ORBIS stehen erst mit einer gewissen Zeitverzögerung zur Verfügung. Die jüngsten in dieser Analyse verwendeten Daten zu den Gewinnmargen stammen aus dem Jahr 2022.

**Schätzungen zufolge sind die Unternehmen dank der höheren Gewinnmargen eher in der Lage, Arbeitskräfte zu horten, wenn sich ihre wirtschaftlichen Aussichten durch einen negativen Schock verschlechtern** (siehe Abbildung D).

Um die Beziehung zwischen Gewinnmargen und Arbeitskräftehortung zu schätzen, werden Regressionen auf Unternehmensebene durchgeführt.<sup>4</sup> Ein Anstieg der Gewinnmarge eines Unternehmens um 1 Prozentpunkt erhöht den Anteil der Firmen, die bei einer Verschlechterung ihrer Aussichten Arbeitskräfte horten, schätzungsweise um rund 0,2 Prozentpunkte. Die Zunahme der Arbeitskräftehortung wird durch die Beschäftigungskomponente bestimmt, für die ein Wachstum von rund 0,4 Prozentpunkten erwartet wird. Auf die Konjunkturkomponente dürfte sich die höhere Gewinnmarge dagegen nur unwesentlich auswirken.<sup>5</sup> Demzufolge trugen die verbesserten Gewinnmargen dazu bei, dass die Unternehmen ihre Belegschaft nicht verringern mussten, nachdem sich ihre wirtschaftlichen Aussichten im Zuge der Pandemie durch Schocks eingetrübt hatten.

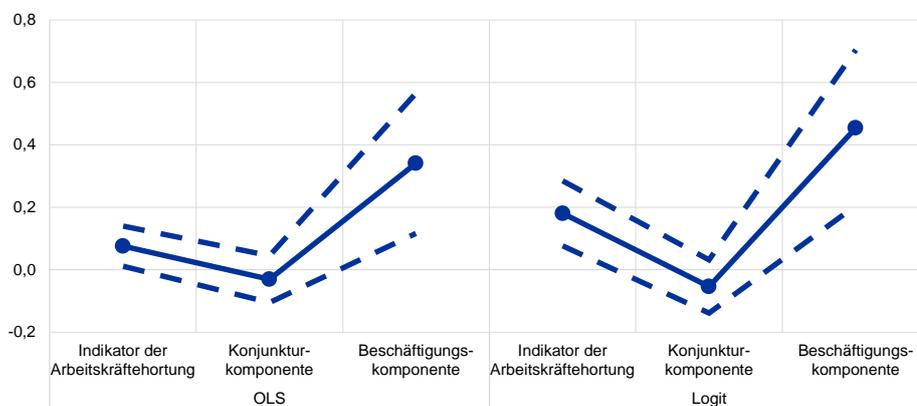
<sup>4</sup> Die Regressionen umfassen firmenspezifische fixe Effekte, um die nicht beobachtbaren Merkmale eines Unternehmens zu berücksichtigen. Mit zeitfixen Effekten wird Veränderungen im Konjunkturzyklus und Verschiebungen in der Unternehmenszusammensetzung in den einzelnen SAFE-Wellen Rechnung getragen.

<sup>5</sup> Dabei ist zu betonen, dass sich Unternehmen aus rationalen Gründen für das Horten von Arbeitskräften entscheiden und dass dies mit ihren langfristigen Gewinnmaximierungszielen im Einklang steht. Gewinnmaximierende Unternehmen entscheiden sich für das Horten von Arbeitskräften, wenn die Kosten für Entlassungen, Wiedereinstellungen und die Schulung neuer Beschäftigter höher sind als für die Weiterbeschäftigung.

## Abbildung D

Effekt eines Anstiegs der Gewinnmarge eines Unternehmens um 1 Prozentpunkt auf das Horten von Arbeitskräften

(in Prozentpunkten)



Quellen: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) sowie ORBIS von Moody's.

Anmerkung: Der Effekt einer Veränderung der Gewinnmarge eines Unternehmens wird anhand von Paneldaten-Methoden geschätzt. Hierfür wird der Indikator der Arbeitskräftehortung des Unternehmens regressiert auf: a) die Gewinnmarge des Unternehmens vom vorangegangenen Geschäftsjahr; b) einen Zeiteffekt zur Berücksichtigung von Änderungen im Konjunkturzyklus und c) unternehmensspezifische fixe Effekte. Das Modell der kleinsten Quadrate (ordinary least-squares – OLS) verwendet zeitvariable Unternehmensgewichtungen, das Logit-Modell fixe Unternehmensgewichtungen.

**Die Auswirkungen höherer Gewinnmargen auf die Arbeitskräftehortung waren über die Branchen hinweg breit angelegt, fielen aber im Baugewerbe am stärksten aus.** Der geschätzte Effekt einer Gewinnmargensteigerung auf den Indikator der Arbeitskräftehortung beläuft sich auf 0,1 Prozentpunkte für die Industrie, 0,5 Prozentpunkte für das Baugewerbe und 0,2 Prozentpunkte für die marktbestimmten Dienstleistungen. Insgesamt waren die Veränderungen bei der Hortung von Arbeitskräften in allen Sektoren vor allem auf externe Schocks zurückzuführen, durch die sich die wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmen verschlechterten. Die beobachteten hohen Gewinnmargen trugen jedoch entscheidend dazu bei, dass die Unternehmen weiterhin in der Lage waren, in größerem Umfang Arbeitskräfte zu halten.

**Ein Rückgang der Gewinnmargen könnte in der Folgezeit Auswirkungen auf das Beschäftigungswachstum haben.**<sup>6</sup> Die hohen Gewinnmargen der Jahre 2021 und 2022 normalisieren sich allmählich in Richtung ihres Vorpandemieniveaus. Somit könnten sinkende Gewinnmargen ein Faktor sein, der es Unternehmen erschwert, Arbeitskräfte zu horten. Dementsprechend ist zu erwarten, dass die Gewinnmargen das Beschäftigungswachstum künftig weniger stark stützen als zuvor.

<sup>6</sup> Die jüngsten Entwicklungen bei der Arbeitskräftehortung wirkten sich auch auf die Arbeitsproduktivität aus. Siehe hierzu O. Arce und D. Sondermann, [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai 2024.

## Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie

Agostino Consolo und Claudia Foroni

**Die Anpassung der Reallöhne hat wesentlich dazu beigetragen, das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie zu stützen.** Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung des Beschäftigungswachstums nach dem Ende der Pandemie untersucht, wobei der Zeitraum seit Anfang 2022 im Mittelpunkt steht. In einem von sehr hohen Energiepreisen geprägten wirtschaftlichen Umfeld ist der im Vergleich zur Konjunkturentwicklung kräftige Beschäftigungsanstieg bemerkenswert. Dabei war der Anpassungsmechanismus ein anderer als nach der Energiekrise der 1970er-Jahre. Damals stiegen die Reallöhne deutlich an, und ihr Zuwachs übertraf das Produktivitätswachstum. Im Gegensatz dazu sind die Reallöhne seit Anfang 2022 stärker gesunken als die Produktivität. Dies hat den Unternehmen Margenspielraum verschafft und dadurch wiederum zu einer anhaltenden Schaffung von Arbeitsplätzen bei gleichzeitigem Fachkräftemangel beigetragen. Die folgende empirische Analyse beleuchtet die wichtigsten Bestimmungsfaktoren des jüngsten Beschäftigungswachstums.

**Seit dem Ende der Pandemie hat sich die Beschäftigung im Euroraum deutlich dynamischer entwickelt als die Konjunktur** (siehe Abbildung A, Grafik a).<sup>1</sup> Im historischen Vergleich ist der Beschäftigungsanstieg seit dem ersten Quartal 2022 außergewöhnlich hoch. Eine Möglichkeit, die Beschäftigungsdynamik zu untersuchen, ist eine Analyse auf Basis des Okun'schen Gesetzes, das den Zusammenhang zwischen Beschäftigungs- und Wirtschaftswachstum darstellt.<sup>2</sup> Laut empirischen Schätzungen für den Euroraum, die auf Basis dieses Zusammenhangs vorgenommen wurden, dürfte die Zuwachsrate der Beschäftigung auf kurze wie auch auf lange Sicht etwa halb so hoch sein wie jene des realen BIP<sup>3</sup> (einfache Schätzungen der Okun-Elastizität liegen zwischen 0,2 und 0,5). Seit dem ersten Quartal 2022 ist allerdings eine starke Anpassung beim Beschäftigungswachstum zu verzeichnen. Zuletzt wurde dabei sogar das Wachstum des realen BIP übertroffen. Dies lässt sich nicht allein auf die pandemiebedingte Erholung zurückführen, da die Anpassung bereits gegen Ende 2021 einsetzte.

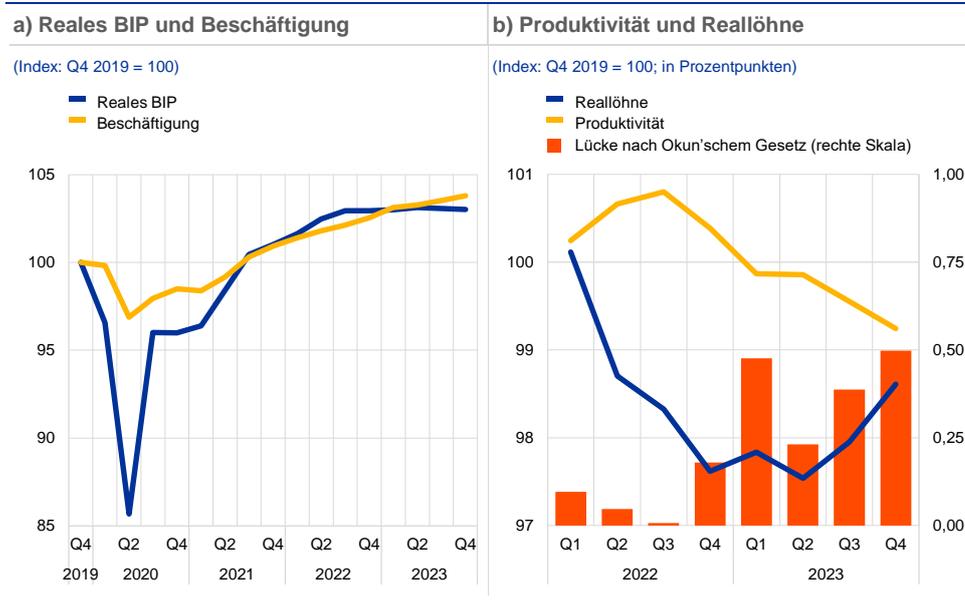
<sup>1</sup> Ein umfassender Überblick über die Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum, der die hier vorgestellten Ergebnisse ergänzt, findet sich in: EZB, [Jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum und ihre Bestimmungsfaktoren](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2023; O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva und M. Mohr, [More jobs but fewer working hours](#), Der EZB-Blog, 7. Juni 2023; EZB, [Die Bedeutung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Covid-19-Krise](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2022.

<sup>2</sup> Siehe L. Ball, D. Leigh und P. Loungani, Okun's Law: Fit at 50?, *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 49, Ausgabe 7, 2017, S. 1413-1441.

<sup>3</sup> Siehe R. Anderton, T. Arank, B. Bonthuis und V. Jarvis, Disaggregating Okun's law, Working Paper Series der EZB, Nr. 1747, 2014.

## Abbildung A

### Okun'sches Gesetz, Produktivität und Reallöhne



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik b bildet die mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben deflationierten Reallöhne ab. Bei Verwendung des BIP-Deflators ist die Lücke zwischen Produktivität und Reallöhnen zwar weiterhin positiv, fällt aber quantitativ kleiner aus und schließt sich im vierten Quartal 2023. Die Produktivität wird als reales BIP je Arbeitnehmer gemessen. Die roten Balken zeigen die Abweichung vom Okun'schen Gesetz in Prozentpunkten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

**Der Schaffung von Arbeitsplätzen kam zugute, dass die Reallöhne deutlicher sanken als die Produktivität.** Anders als in den 1970er-Jahren war die Anpassung nach der Energiekrise 2022 bei den Reallöhnen stärker als bei der Arbeitsproduktivität, was den Beschäftigungsaufbau stützte (siehe Abbildung A, Grafik b). Die daraus resultierende Wachstumsdifferenz zwischen Reallöhnen und Produktivität führte dazu, dass die Wachstumsrate der Beschäftigung höher ausfiel, als es dem historischen Zusammenhang mit dem BIP entsprach. Diese Entwicklung stand mit einer großen positiven Lücke nach dem Okun'schen Gesetz im Einklang. Eine solche Anpassung der Reallöhne erklärt nicht nur die Schaffung von Arbeitsplätzen, sondern kann auch den Abbau von Arbeitsplätzen begrenzen, indem bestehende Beschäftigungsverhältnisse in Zeiten einer hohen Unternehmensrentabilität und eines Fachkräftemangels an Wert gewinnen (wodurch die Arbeitskräftehortung gefördert wird).<sup>4</sup>

**Die Nachfrageschwankungen und die Reallohnanpassungen nach der Energiekrise haben laut einer empirischen Modellanalyse gemäß dem Okun'schen Gesetz zu einer Entkoppelung des Beschäftigungswachstums von der Wirtschaftsleistung beigetragen.** Anhand eines strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell), das einen aggregierten Nachfrageschock und drei aggregierte Angebotschocks (den neutralen Technologieschock, den Faktorsubstitutionsschock und den arbeitsmarktspezifischen Schock) umfasst, lassen sich die wichtigsten

<sup>4</sup> Die Bedeutung der Rentabilität wird in Kasten 3 behandelt.

Bestimmungsfaktoren der Beschäftigungsentwicklung ermitteln.<sup>5</sup> Unter dem neutralen Technologieschock ist ein Rückgang der totalen Faktorproduktivität zu verstehen, der zu einem proportionalen Rückgang des Einsatzes der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit führt und in der Regel auch andere Störungen wie weltweite Lieferengpässe beinhaltet.<sup>6</sup> Der Faktorsubstitutionsschock umfasst indes die direkte Substitution des Faktors Arbeit durch andere Produktionsfaktoren, wobei dies nicht zwingend nur der Faktor Kapital sein muss. Angesichts eines starken Anstiegs der Energie- und Vorleistungspreise ist durchaus davon auszugehen, dass auch Reallokations- und Substitutionseffekte eine Rolle spielen.<sup>7</sup> Die quantitative Bedeutung der einzelnen Bestimmungsfaktoren lässt sich ermitteln, indem das Modell mit den Daten geschätzt wird. Abbildung B zeigt die historische Zerlegung des Beitrags der vier Schocks zum Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum. Seit Anfang 2022 ist der Beitrag des neutralen Technologieschocks (rote Balken) zum Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum größtenteils negativ, was in erster Linie den weltweiten Lieferengpässen geschuldet ist. Der Faktorsubstitutionsschock (grüne Balken) hat maßgeblich dazu beigetragen, dass die Wirtschaftsleistung sank und die Beschäftigung stieg. Dies verdeutlicht die Bedeutung, die der Substitution zwischen Produktionsfaktoren zukommen kann. Die Entwicklung spiegelt insofern eine relative Preisänderung der Produktionsfaktoren wider, als der Faktor Arbeit im Vergleich zu Energie und Kapital kostengünstiger wurde.

---

<sup>5</sup> Das BVAR-Modell ermöglicht es, die verschiedenen potenziellen Bestimmungsfaktoren für das Wirtschafts- und das Beschäftigungswachstum getrennt voneinander zu betrachten (siehe A. Consolo und C. Forni, *The euro area labour market: and yet, it moves!*, Mimeo). Für die Modellschätzungen werden vierteljährliche Daten zur Beschäftigung, zum realen BIP, zur HVPI-Inflation, zu den (mit dem BIP-Deflator deflationierten) Reallöhnen und zu den Nominalzinssätzen von 1970 bis 2023 herangezogen. Die Bestimmung erfolgt über Vorzeichenrestriktionen, die aus theoretischen Arbeitsmarktmodellen abgeleitet sind (siehe M. Abbritti und A. Consolo, [Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2651, 2022; C. Forni, F. Furlanetto und A. Le Petit, [Labor supply factors and economic fluctuations](#), *International Economic Review*, Bd. 59, 2018, S. 1491-1510).

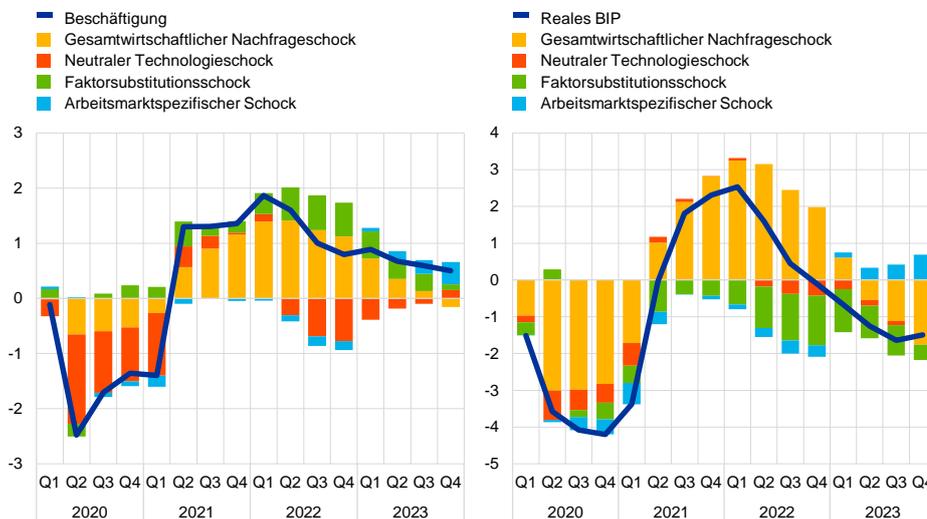
<sup>6</sup> Siehe O. Blanchard und J. Galí, *The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s?*, Working Paper des NBER, Nr. 15467, 2010.

<sup>7</sup> Die Literatur konzentriert sich zunehmend auf Schocks, die einen ähnlich negativen Gleichlauf zwischen BIP und Beschäftigung hervorrufen. Hierzu zählen Schocks, die zuweilen als Automatisierungsschocks definiert werden (siehe C. Forni und F. Furlanetto, [Explaining deviations from Okun's law](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2699, 2022), wie auch sektorale Schocks, die eine Veränderung der Kapitalintensivierung zwischen den Sektoren bewirken (siehe D. Acemoglu und V. Guerrieri, [Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth](#), *Journal of Political Economy*, Bd. 116, 2008, S. 467-498).

## Abbildung B

### Historische Zerlegung von Beschäftigung und realem BIP

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: A. Consolo and C. Foroni, The euro area labour market: and yet, it moves!, Mimeo.

Anmerkung: Die Linien stellen die Jahreswachstumsrate der Beschäftigung (linke Grafik) und des realen BIP (rechte Grafik) als Abweichung von ihrer jeweiligen deterministischen Komponente dar. Die Balken zeigen den Beitrag der einzelnen Schocks in Prozentpunkten. Die wirtschaftliche Bedeutung der einzelnen Schocks wird im Haupttext erläutert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

#### **Bis Anfang 2023 wurden das Beschäftigungs- und das Wirtschaftswachstum durch eine Erholung der Nachfrage gestützt.**

Seitdem hat die geringere Nachfrage zu einer stärkeren Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit im Vergleich zur Beschäftigung geführt, was zu einer größeren Abweichung vom Okun'schen Gesetz beigetragen hat. Nachfrageseitige Faktoren – darunter auch die Geld- und Finanzpolitik – haben sich positiv auf das Beschäftigungswachstum ausgewirkt (siehe die gelben Balken in Abbildung B). So kamen der Beschäftigung beispielsweise finanzpolitische Maßnahmen wie ein Beschäftigungsaufbau im öffentlichen Sektor oder indirekte Effekte aus Ausbildungsprogrammen und Steuergutschriften in einigen Ländern des Euroraums zugute. Zusammen mit den gesamtwirtschaftlichen Nachfrageeffekten gezielter Maßnahmen im Bereich Energie hatten diese Maßnahmen eine stützende Wirkung auf Nachfrage und Beschäftigung, wobei die Beschäftigung davon stärker profitierte als das BIP.<sup>8</sup> Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung haben die Nachfrage hingegen erheblich gedämpft, wodurch sich das Beschäftigungswachstum und die Wirtschaftstätigkeit abschwächten. Das Modell deutet darauf hin, dass durch die Nachfrage die Wirtschaftstätigkeit rascher geschmälert wurde als die Beschäftigung. Von den arbeitsmarktspezifischen Faktoren (blaue Balken) gingen dem Modell zufolge 2022 nur begrenzte negative Effekte aus, die auf eine geringere Erwerbsbeteiligung und

<sup>8</sup> Siehe EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euroraum auf die Energiekrise und die hohe Inflation – eine aktuelle Einschätzung](#), Kasten 9, Wirtschaftsbericht 2/2023.

eine größere Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer zurückzuführen sind.<sup>9</sup> Im Jahr 2023 war teilweise eine Rückkehr auf das frühere Niveau zu beobachten. Ursächlich hierfür könnten das Fehlen automatischer Lohnindexierungssysteme sowie die Tatsache sein, dass die Inflationserwartungen 2022 fest verankert waren. Im Gegensatz zu früheren Energiekrisen (wie in den 1970er-Jahren) haben diese Faktoren dazu geführt, dass die Anpassung des Arbeitsmarkts über die Reallöhne und nicht über einen Anstieg der Arbeitslosenquote erfolgte.

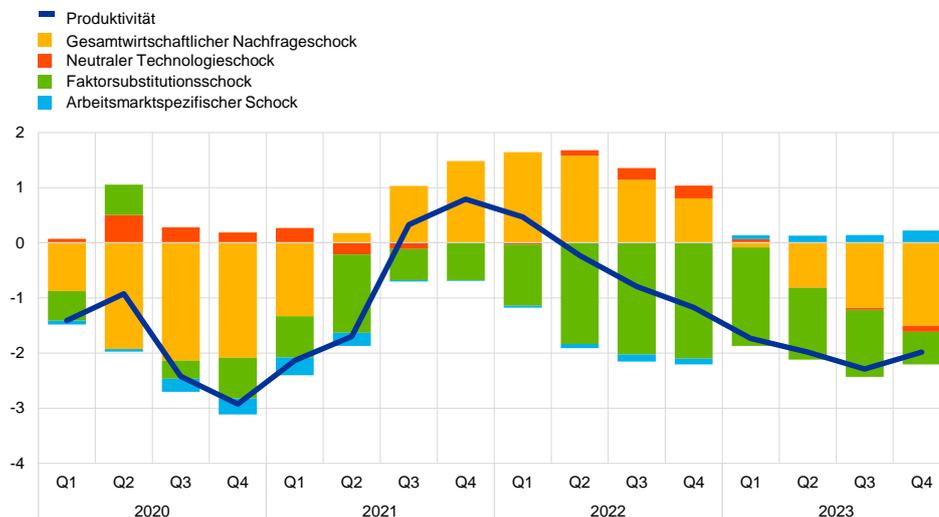
**Gemäß dem Modell ist der jüngste Produktivitätsrückgang zum Großteil konjunkturell bedingt.** Nachdem sich die Produktivität im Gefolge der Pandemie erholt hatte, wurde sie von der Energiekrise erheblich belastet. Die Zyklizität der Produktivität im Euroraum wurde durch die außergewöhnlich dynamische Arbeitsmarktentwicklung noch verstärkt. Das Modell zeigt, dass die durch den Faktorsubstitutionsschock bedingte Widerstandsfähigkeit der Beschäftigung den Rückgang der Arbeitsproduktivität noch beschleunigt hat (siehe Abbildung C). Derselbe Schock hat auch dazu geführt, dass die Reallöhne kostengünstiger wurden, was den positiven Effekt auf die Beschäftigung und den negativen Effekt auf die Produktivität verstärkte. Zudem ist die Produktivitätsanpassung auch nachfrageseitigen Faktoren (gelbe Balken) zuzuschreiben. Ihr Beitrag ist zuletzt negativer geworden, dürfte aber auf längere Sicht schwinden. Der Faktorsubstitutionsschock löst sich auf, was auch auf die Änderungen bei den Energiepreisen und den Realzinsen zurückzuführen ist. Andere angebotsseitige Faktoren wie Innovationen und Digitalisierung, Bevölkerungsalterung und weitere strukturelle Trends könnten die langfristige Produktivitätsentwicklung im Euroraum jedoch nachhaltiger beeinflussen.

---

<sup>9</sup> Ein arbeitsmarktspezifischer Schock bezieht sich auf den Grad der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer oder die Einflussfaktoren des Arbeitsangebots. Es hat sich gezeigt, dass die vom Arbeitsmarkt ausgehenden Schocks für die Erklärung der Beschäftigungs- und Lohnentwicklung quantitativ relevant sind (siehe A. Consolo, C. Foroni und C. Martínez Hernández, [A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market](#), Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 85, 2023, S. 1048-1082).

## Abbildung C Historische Zerlegung der Arbeitsproduktivität

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: A. Consolo und C. Foroni, The euro area labour market: and yet, it moves!, Mimeo.

Anmerkung: Die Produktivität wird als reales BIP je Arbeitnehmer gemessen. Die Linie stellt die Jahreswachstumsrate der Produktivität als Abweichung von der deterministischen Komponente dar. Die Balken zeigen den Beitrag der einzelnen Schocks in Prozentpunkten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

**Mit Blick auf die Zukunft dürften mehrere Faktoren, die derzeit das Produktivitätswachstum belasten, abklingen.** Die Effekte der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen, von denen die Beschäftigung profitiert hat, dürften in den kommenden Quartalen schwinden. Die Energiepreise normalisieren sich, wodurch sich der Faktorsubstitutionseffekt zwischen Arbeit, Energie und Kapital verringert. Außerdem dürfte sich die restriktive Wirkung der Geldpolitik auf die Nachfrage normalisieren, da sich die Inflation im Euroraum in Richtung ihres Zielwerts bewegt. All diese Faktoren, die für den deutlichen Produktivitätsrückgang maßgeblich waren, werden voraussichtlich nachlassen und somit dazu beitragen, die Wachstumsücke zwischen Reallöhnen und Produktivität zu schließen. Angesichts geringerer Anreize für Unternehmen, Arbeitskräfte einzustellen oder zu horten, dürfte der Zusammenhang zwischen Beschäftigung und BIP wieder ein normales Niveau erreichen und eine konjunkturell bedingte Anpassung des Produktivitätswachstums zur Folge haben.<sup>10</sup>

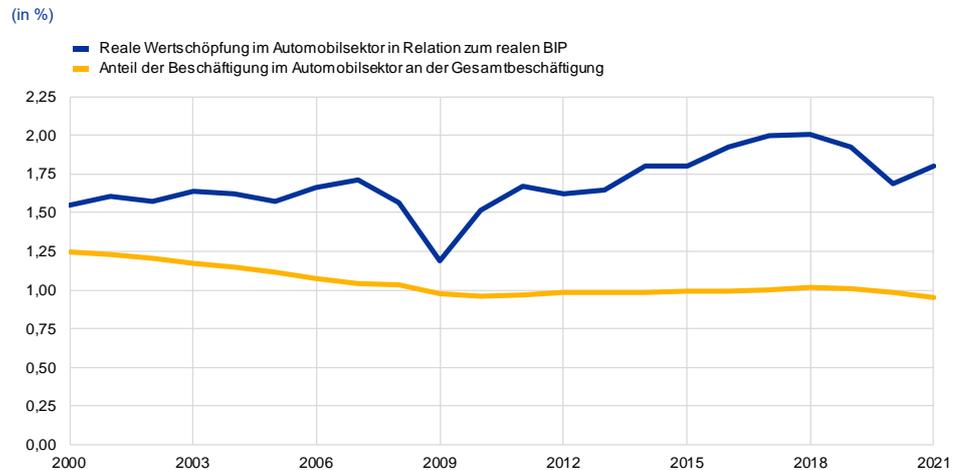
<sup>10</sup> Siehe O. Arce und D. Sondermann, [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai 2024.

Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann und Pedro Neves

**Die Automobilindustrie leistet einen großen Beitrag zur Wertschöpfung im Euroraum.** Der Anteil der Automobilindustrie an der realen Wertschöpfung des verarbeitenden Gewerbes beträgt 10 %, der Anteil am realen BIP liegt bei knapp 2 %. Auf die Automobilindustrie entfallen 1 % der Gesamtbeschäftigung im Eurogebiet und 4 % der Exporte in Drittländer. Unter Berücksichtigung intersektoraler Verflechtungen verdoppelt sich die Wertschöpfung nahezu, was die enorme Reichweite dieses Sektors in der Wirtschaft unterstreicht.<sup>1</sup> Die Widerstandsfähigkeit der Branche zeigt sich in ihrer historischen Wertentwicklung gegenüber dem aggregierten BIP. Abgesehen von der Weltfinanzkrise sowie der jüngsten Vergangenheit ist der Sektor bisher stärker gewachsen als das aggregierte BIP, wobei das Wachstum Anfang 2018 seinen Höchststand erreichte. Zudem ist sein Anteil an der Gesamtbeschäftigung im Euroraum seit 2012 relativ stabil geblieben (siehe Abbildung A).

#### Abbildung A

##### Größe des Automobilssektors im Euroraum im Vergleich zur Gesamtwirtschaft



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2021.

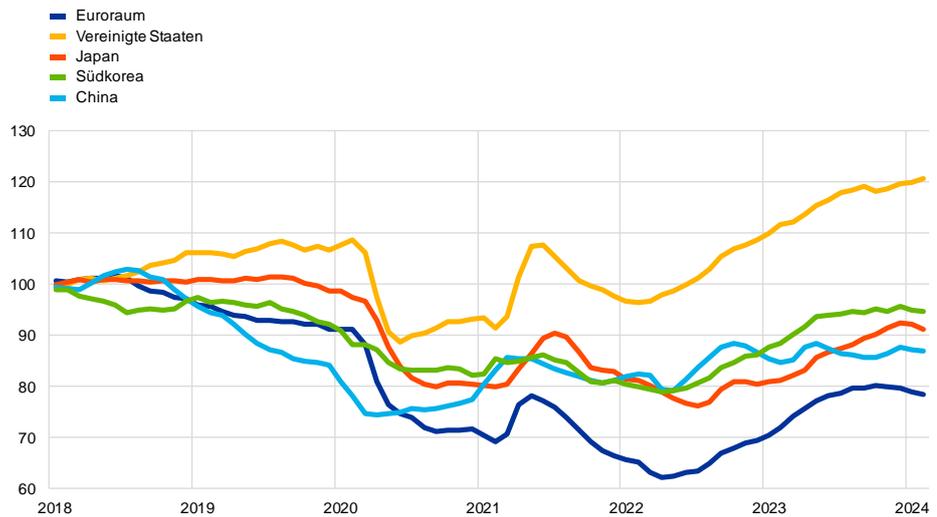
**Seit dem Höchststand Anfang 2018 steht die Branche jedoch vor enormen Herausforderungen. Produktion und Exporte sind merklich zurückgegangen und verharren seither auf dem vor der Corona-Pandemie verzeichneten Niveau.** Die Produktions- und Ausfuhrvolumen haben sich nur schwer erholt und bleiben hinter jenen der internationalen Wettbewerber zurück. Sie liegen etwa ein Zehntel unter ihrem Vorpandemieniveau und ein Fünftel unterhalb der Anfang 2018 erreichten Höchststände (siehe Abbildung B und C). Die Wettbewerber schnitten

<sup>1</sup> Siehe EZB, Sektorale Dynamik und der Konjunkturzyklus im Euroraum, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

deutlich besser ab: In China, Japan, den Vereinigten Staaten und Korea erzielte die Automobilindustrie solidere Ergebnisse, wobei sich China allmählich zu einem wichtigen Exporteur in den Euroraum entwickelt.

**Abbildung B**  
Kfz-Produktionsvolumina der globalen Wettbewerber

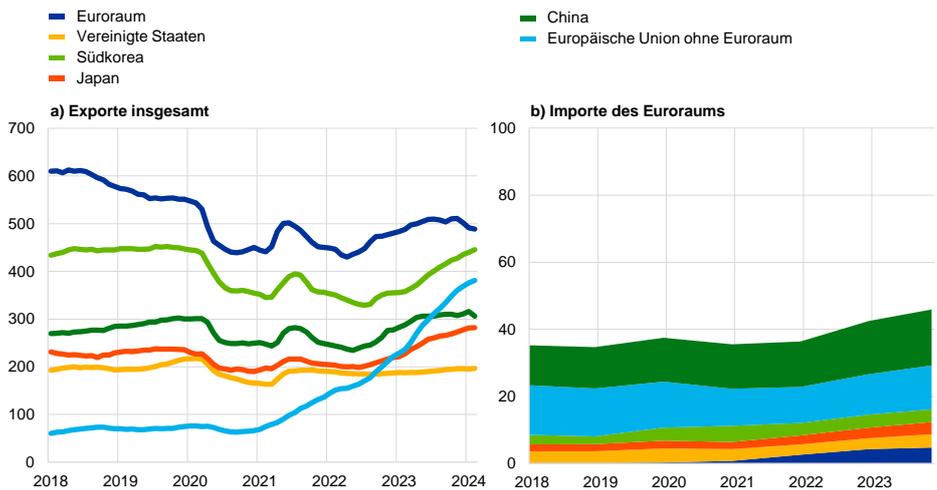
(gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt, Dezember 2017 = 100)



Quellen: Eurostat, nationale Statistikämter und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

**Abbildung C**  
Kfz-Exportvolumina und -Importanteile

(Grafik a: Kfz in Tsd., gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt; Grafik b: Kfz-Inlandsnachfrage in %)



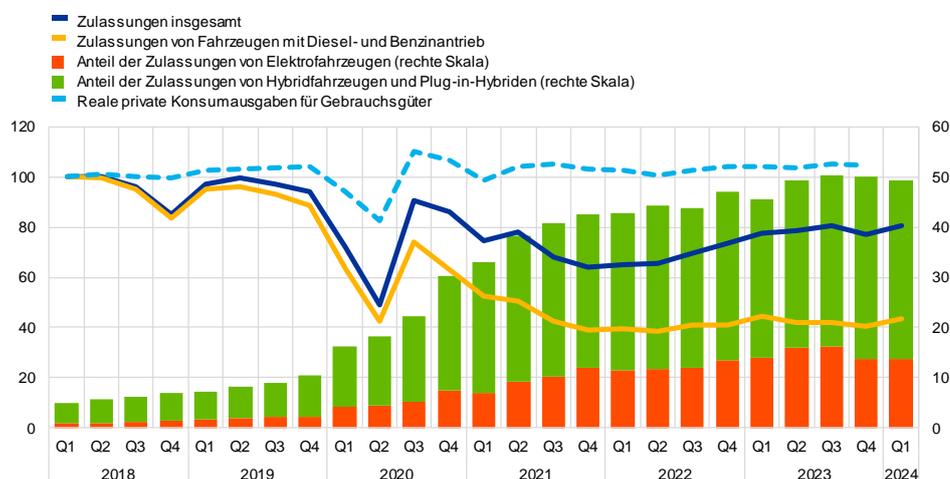
Quellen: Trade Data Monitor, Eurostat, Statistisches Amt der Europäischen Union und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Exportvolumina sind in Einheiten exportierter Fahrzeuge ausgedrückt. Die jüngsten Angaben in Grafik a beziehen sich auf Januar 2024 (Dezember 2023 für China), in Grafik b auf 2023.

**Auslöser für die abnehmende Aktivität war ein Absatzrückgang bei Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor, der nur teilweise durch einen Anstieg der Nachfrage nach Fahrzeugen mit Hybrid- oder Elektroantrieb ausgeglichen wurde.** Mitte 2018 änderten sich die EU-Regulierungsstandards für Kraftfahrzeuge,

wodurch die Einhaltung strengerer Normen beim CO<sub>2</sub>-Ausstoß sowie die Durchführung strikterer Emissionstests durchgesetzt wurden. Dies verringerte den Anreiz zum Kauf von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor. Der Absatz von Hybrid- und Elektrofahrzeugen stieg kontinuierlich von einem Zehntel der Gesamtzulassungen im Jahr 2018 bis auf die Hälfte der Gesamtzulassungen 2023 (siehe Abbildung D). Im ersten Quartal 2024 wurden im Euroraum 20 % weniger Fahrzeuge zugelassen als Anfang 2018 (siehe Abbildung D). Die erhebliche Diskrepanz zwischen den Kfz-Zulassungen und den relativ stabilen Konsumausgaben für Gebrauchsgüter legt nahe, dass die privaten Haushalte die Anschaffung von Neuwagen aller Art verschieben.

**Abbildung D**  
Kfz-Neuzulassungen nach Art

(linke Skala: Index: Q1 2018 = 100; rechte Skala: in % der Gesamtzulassungen)



Quellen: European Automobile Manufacturers' Association, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 bzw. das vierte Quartal 2023 (Gebrauchsgüterkonsum).

**Zudem wurde die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen durch die Preisanstiege gedämpft, die sich infolge der Lieferkettenstörungen, höheren Energiekosten und restriktiven Finanzierungsbedingungen ergaben.** Die Lieferfristen für Zulieferteile verlängerten sich während der Pandemie besonders im Euroraum, der stark in internationale Produktionsketten eingebunden ist. Darüber hinaus haben sich die Energiepreisschübe seit September 2021 in den Erzeuger- und Automobilpreisen bemerkbar gemacht.<sup>2</sup> Und schließlich hat der Zinsanstieg infolge der Straffung der Geldpolitik die Verbraucher zunehmend davon abgehalten, Leasing- und Kreditverträge für den Autokauf einzugehen, was die Nachfrage nach in- und ausländischen Fahrzeugen verringert hat.

**Trotz dieser Herausforderungen konnte der Euroraum seine Position auf den internationalen Märkten weitgehend behaupten, da die Umstellung auf Elektro- und insbesondere Hybridfahrzeuge schneller erfolgte als bei den Wettbewerbern. Die Exporte in diesen Segmenten sind von einem niedrigen**

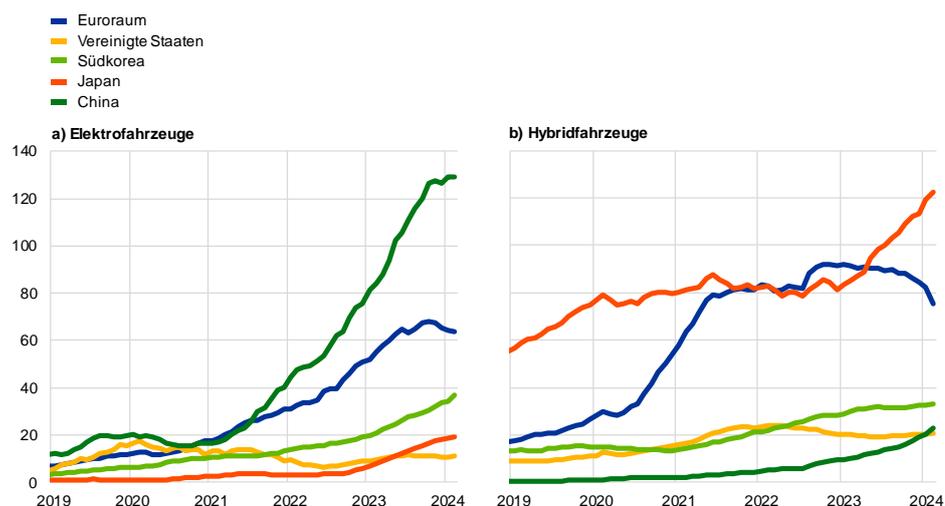
<sup>2</sup> Siehe EZB, [Gründe für den Produktionsrückgang und den Preisanstieg im Kraftfahrzeugsektor](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 7/2022; R. A. De Santis, [Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices](#), International Journal of Central Banking, 2024, Bd. 20, S. 193-236.

### Niveau auf inzwischen mehr als ein Drittel der insgesamt exportierten Einheiten gestiegen.

Wenngleich das Eurogebiet in den vergangenen Jahren Marktanteile verloren hat, war der wertmäßige Rückgang relativ moderat (2,5 % seit 2017).<sup>3</sup> Zudem betrafen diese Verluste ausschließlich das traditionelle Kfz-Segment. Sie wurden teilweise durch große Gewinne im Segment der Hybrid- und Elektrofahrzeuge aufgefangen (siehe Abbildung E). China ist zwar schon weit in das Segment der Elektrofahrzeuge vorgedrungen, aber bislang beschränkt sich dies vor allem auf kleine und kostengünstige Modelle. Der Euroraum ist weiterhin zweitgrößter Produzent von Elektroautos (seit 2020) und Hybridautos (seit 2022). Die Autohersteller im Eurogebiet sind seit jeher auf das Hochpreissegment fokussiert und haben von der relativ preisunelastischen Nachfrage profitiert.<sup>4</sup> Sie sind nach wie vor hoch profitabel und erzielten 2022 und 2023 im Vergleich zu den wichtigsten internationalen Wettbewerbern durchweg die höchsten Nettogewinnmargen. Dies verdeutlicht die Widerstandsfähigkeit der Industrie im Euroraum und ihren Wettbewerbsvorteil auf dem weltweiten Automobilmarkt.

### Abbildung E Exportvolumina bei Elektro- und Hybridfahrzeugen

(Kfz in Tsd., gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Exportvolumina sind in Einheiten exportierter Fahrzeuge ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

**Die Resilienz der europäischen Automobilindustrie gegenüber dem verschärften internationalen Wettbewerb spiegelt sich auch in ihrer Stellung als globale Drehscheibe des Fahrzeugbaus wider.** Obwohl der Euroraum mit Herausforderungen wie steigenden Importen und einer Importdurchdringung<sup>5</sup> aus China konfrontiert ist, scheint er seinen Wettbewerbsvorteil im Fahrzeugbau

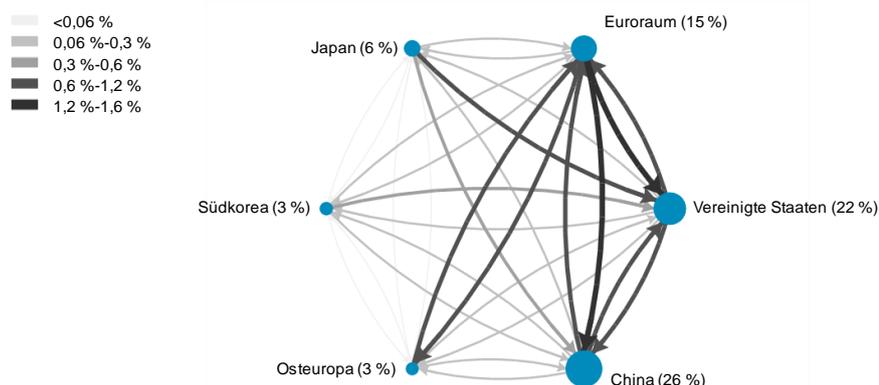
<sup>3</sup> Siehe I. Schnabel, [The future of inflation \(forecast\) targeting](#), Rede auf dem International Research Forum on Monetary Policy, Federal Reserve Board, Washington D.C., 17. April 2024, Folie 8.

<sup>4</sup> Internen empirischen Untersuchungen zufolge sind die aus dem Euroraum exportierten Einheiten weniger anfällig für Preisänderungen als die Exporte anderer internationaler Hersteller (Japan, Vereinigte Staaten und Korea) und weit weniger anfällig als die Exporte aus China.

<sup>5</sup> Die Importdurchdringung wird anhand des Verhältnisses der Einfuhren zum gesamten inländischen Konsum gemessen.

behaupten zu können, wie aus dem Handelsbilanzüberschuss hervorgeht.<sup>6</sup> Das Eurogebiet exportierte 2022 mehr Fahrzeuge als es importierte, was seine Exportstärke in diesem Bereich unterstreicht (siehe Abbildung F). Trotz der wachsenden Einfuhren aus China in den Binnenmarkt (siehe Abbildung B) und der chinesischen Überlegenheit in der weltweiten Batterieproduktion verzeichnete der Euroraum gegenüber China einen positiven Handelsbilanzsaldo im Fahrzeugbau. Er entsprach 3,8 % der Binnenproduktion der Branche.

**Abbildung F**  
**Globales Wertschöpfungsnetz im Fahrzeugbau 2022**



Quellen: Multiregionale Input-Output-Daten und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Größe der Knotenpunkte steht im Verhältnis zur inländischen Wertschöpfung im Fahrzeugbau in US-Dollar. Die Stärke der Pfeile stellt die bilateralen Zu- und Abflüsse der Wertschöpfung im Fahrzeugbau dar. Die an den Knotenpunkten und in der Legende dargestellten Prozentangaben bezeichnen den Anteil der jeweiligen Wertschöpfung bezogen auf die gesamte globale Wertschöpfung im Fahrzeugbau.

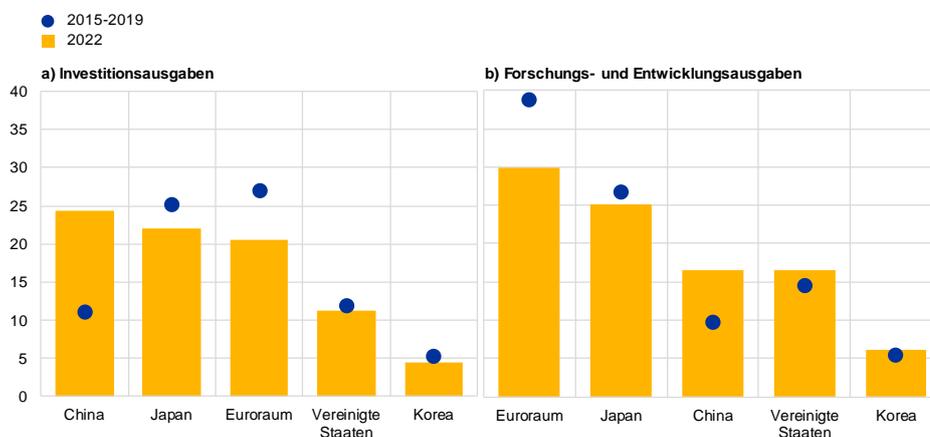
**Um auf dem sich rasch wandelnden Automobilmarkt wettbewerbsfähig zu bleiben, investieren die Automobilhersteller im Euroraum stark in Elektrifizierung und digitale Technologien.** Dies zeigt sich an ihren hohen Investitions- sowie Forschungs- und Entwicklungsausgaben. Im Jahr 2022 lag der Anteil der Automobilhersteller im Euroraum an diesen weltweiten Ausgaben bei etwa 20 % bzw. 30 % (siehe Abbildung G). Während China bei den Investitionsausgaben inzwischen vorne liegt, sind die europäischen Automobilhersteller nach wie vor bei den Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen führend, was ihre Innovationsbereitschaft unterstreicht. So meldeten europäische Unternehmen im Zeitraum 2020-2022 beim Europäischen Patentamt mehr transportbezogene Patente an als ihre Wettbewerber. Bei Patentanmeldungen im Bereich digitale Kommunikation liegen Unternehmen aus dem Eurogebiet jedoch zurück, was auf die Herausforderungen hindeutet, vor denen der europäische Automobilsektor im Hinblick auf die digitale Transformation steht.

<sup>6</sup> Im Fahrzeugbau entfallen 76 % der exportierten Wertschöpfung und 89 % des Handelsbilanzsaldos des Euroraums auf Kraftwagen und Kraftwagenteile.

## Abbildung G

### Anteil des Automobilsektors an den Investitionsausgaben und den Forschungs- und Entwicklungsausgaben

(in %, Kaufkraftparitäten)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

### Auf mittlere Sicht dürfte die Konsumnachfrage für die Erholung der Automobilproduktion im Euroraum ausschlaggebend sein. Dennoch gibt es erkennbare Risiken.

Die Binnennachfrage dürfte wieder anziehen, wenn die Hürden bei der Einführung von Elektrofahrzeugen abgebaut werden und die vorübergehenden Schocks abklingen. Allerdings könnten mehrere bedeutende Risiken diesen Ausblick trüben. Entscheidend wird sein, ob es den Automobilherstellern im Eurogebiet gelingt, digitale Prozesse in herkömmliche Prozesse zu integrieren, Innovationen zu beschleunigen und Technologien einzuführen, die vom Markt angenommen werden. Die große Abhängigkeit der Automobilhersteller im Euroraum von Zulieferern an wenigen Standorten, wie z. B. Halbleiter- und Batteriehersteller in wenigen asiatischen Ländern, stellen gerade in Zeiten erhöhter geopolitischer Spannungen ein Risiko für die Lieferketten dar. Es gilt daher, sich gegen Lieferkettenstörungen zu wappnen und strategische Komponenten aus unterschiedlichen Quellen zu beziehen, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten. Industriepolitische Maßnahmen – vor allem solche im Zusammenhang mit dem ökologischen Wandel, etwa die Bereitstellung einer Ladeinfrastruktur – sind ebenfalls prägend für die Zukunft des Automobilsektors im Euroraum.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Das Europäische Parlament billigte 2021 eine Verordnung über den [Aufbau der Infrastruktur für alternative Kraftstoffe](#), die als Grundlage für die Verabschiedung ökologischer Strategien in der EU dient. Weitere Maßnahmen sind der [digitale Fahrzeuggpass](#) und der [digitale Produktpass für Batterien](#), deren Zweck es ist, die Transparenz und Nachhaltigkeit in der Automobilindustrie zu erhöhen. Die EU hat zur Förderung einer innovativen und nachhaltigen Ausgestaltung und Produktion zudem Rechtsvorschriften über das [Recycling von Materialien in Batterien](#) erlassen. Des Weiteren schafft die EU wirtschaftliche Anreize wie den [CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichsmechanismus](#), der Abgaben auf kohlenstoffintensive Importe vorsieht, um die Verlagerung der Produktion CO<sub>2</sub>-intensiver Güter zu verringern und umweltfreundlichere Praktiken innerhalb der Industrie zu fördern.

## 6 Gewinnindikatoren für die Inflationsanalyse unter Berücksichtigung der Gesamtkosten

Elke Hahn und Théodore Renault

**Bei den Standardindikatoren der Gewinne einer Volkswirtschaft, die aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen abgeleitet werden, wird das BIP und nicht der Produktionswert als Referenzgröße herangezogen.** Der Begriff

„Produktionswert“ wird häufig als Synonym für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) verwendet. Die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen unterscheiden jedoch zwischen den beiden Begriffen. Im Gegensatz zum BIP umfasst der Produktionswert auch Vorleistungen, d. h. den Verbrauch von Waren und Dienstleistungen, der für die Erwirtschaftung des BIP oder das damit verbundene Konzept der Wertschöpfung erforderlich ist.<sup>1</sup> Beim Produktionswert handelt es sich um ein genau definiertes Konzept, für das in den vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen jedoch keine zeitnahen Daten für den Euroraum verfügbar sind.<sup>2</sup> Die auf dem BIP basierenden Standard-Gewinnindikatoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermöglichen somit – gemessen am Bruttobetriebsüberschuss und am Selbstständigeneinkommen – eine Einschätzung der Gewinnentwicklung im Verhältnis zu den Arbeitskosten, nicht jedoch zu den Gesamtkosten. Die Indikatoren eignen sich daher zur Beurteilung der Frage, inwieweit der Anstieg der Arbeitskosten derzeit durch die Gewinne abgedeckt wird. Keinen genauen Aufschluss geben sie indes darüber, auf welche Weise sich die Entwicklung der Kosten von Vorleistungen wie Energie hierbei als hinderlich oder förderlich erwiesen hat. Derartige Erkenntnisse könnte die Betrachtung produktionswertbasierter Gewinnindikatoren liefern.

**Gewinnindikatoren, die die gesamten Vorleistungskosten erfassen, lassen sich näherungsweise bestimmen, wenn man den Produktionswert durch das Konzept des Gesamtaufkommens ersetzt.** Das Gesamtaufkommen ist als die

Summe von BIP und Importen definiert. Beide Größen werden in den vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bereitgestellt. Die Approximation des Produktionswerts anhand des Gesamtaufkommens basiert darauf, dass das Gesamtaufkommen abzüglich der Importe dem BIP entspricht, das sich wiederum aus dem Produktionswert abzüglich der Vorleistungen ergibt.<sup>3</sup> Während der Wert der Einfuhren deutlich niedriger ist als jener der Vorleistungen, weisen die Import- und Vorleistungspreise einen engen Gleichlauf auf.<sup>4</sup> Dies macht das Gesamtaufkommen zu einem sinnvollen Näherungswert für den Produktionswert, wenn die Entwicklung der Gewinnmargen – gemessen als

---

<sup>1</sup> Der Produktionswert ist definiert als die Summe von Bruttowertschöpfung und Vorleistungen. Das BIP entspricht der Summe von Bruttowertschöpfung und Nettogütersteuern. Eine vollständige Beschreibung findet sich im [Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010](#).

<sup>2</sup> Daten zum Produktionswert sind für den Euroraum jährlich verfügbar. Für eine begrenzte Anzahl von Euro-Ländern liegen sie auch auf vierteljährlicher Basis vor.

<sup>3</sup> Zur Vereinfachung wird die Rolle der Nettogütersteuern hier ausgeklammert.

<sup>4</sup> Ein Indiz für diesen Gleichlauf auf Ebene des Euroraums ist der Korrelationskoeffizient von 0,9 zwischen den vierteljährlichen Jahresänderungsraten des Importdeflators und den Erzeugerpreisen für Vorleistungsgüter im Zeitraum von 1999 bis 2023.

Verhältnis zwischen Preis- und Kostenentwicklung – ermittelt wird. Der Standard-Gewinnmargenindikator wird als Quotient aus dem BIP-Deflator zu Herstellungspreisen und den Lohnstückkosten errechnet. Der auf dem Gesamtaufkommen basierende Gewinnmargenindikator wird hingegen als Quotient aus dem Deflator des Gesamtaufkommens und den gesamten Stückkosten (d. h. der Summe von Arbeits- und Importkosten je Einheit) ermittelt.<sup>5</sup> Bei den Gewinnmargenindikatoren liegt der Schwerpunkt auf der Verteilung, denn sie liefern Informationen über die Entwicklung der Gewinne im Verhältnis zur Entwicklung der Arbeitskosten oder der Gesamtkosten. So zeigt eine positive Wachstumsrate eines Gewinnmargenindikators, dass die Stückgewinne (definiert als Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen je Einheit des realen BIP oder des realen Gesamtaufkommens) rascher wachsen als die betrachtete Stückkostenkomponente.

**Insgesamt deuten die Indikatoren des BIP (Wertschöpfung) und der auf dem Gesamtaufkommen basierenden Gewinnmargen darauf hin, dass die Gewinne ab 2023 die Auswirkungen der Arbeitskostenentwicklung auf den Preisdruck abfederten, wobei sie aber vom Rückgang der sonstigen Kosten profitierten.**

Dem BIP-basierten Indikator zufolge stiegen die Gewinnmargen im Jahr 2022 an. Im Folgejahr setzte jedoch ein Rückgang ein, der mit der Abfederung der Arbeitskosten in der zweiten Jahreshälfte zusammenhing.<sup>6</sup> Der gesamtaufkommensbasierte Indikator deutet indes darauf hin, dass die Gewinnmargen im Jahr 2022 sanken und sich nach einem leichten Anstieg im Verlauf des Jahres 2023 zuletzt wieder schwächer entwickelt haben, dabei aber im positiven Bereich geblieben sind.<sup>7</sup> Anders ausgedrückt lässt der Indikator den Schluss zu, dass die Gewinnmargen die Gesamtkosten angesichts sprunghaft steigender Einfuhrpreise im Jahr 2022 auffingen, 2023 dann aber von den rückläufigen Importpreisen profitierten und wieder stiegen.

---

<sup>5</sup> Zur Erörterung einer breiteren Palette an Gewinnindikatoren und zur Beziehung zwischen dem Konzept der Gewinne laut Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen) und dem Konzept der Unternehmensgewinne siehe EZB, [Gewinne je BIP-Einheit und ihr Beitrag zur jüngsten Zunahme des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euroraum](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2023.

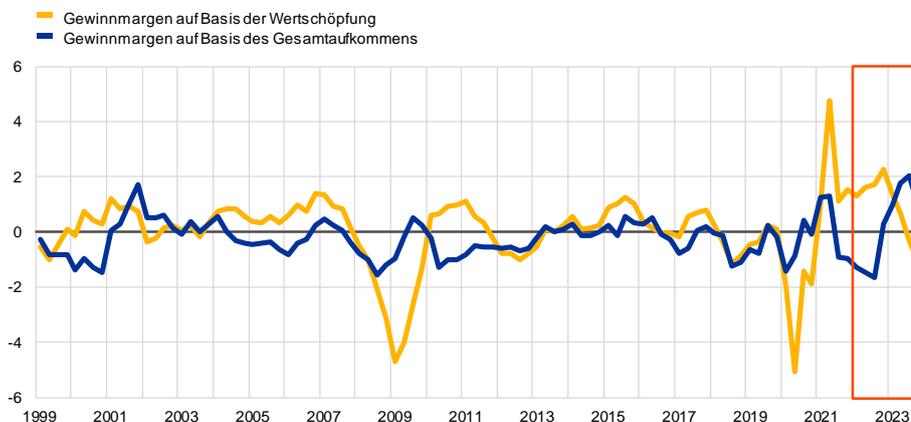
<sup>6</sup> Die starken Schwankungen des Standard-Gewinnmargenindikators während und nach der pandemiebedingten Rezession sind Ausdruck dessen, dass es während der Rezession bei einigen zugrunde liegenden Daten wie etwa der Arbeitsproduktivität zu großen Ausschlägen kam.

<sup>7</sup> Hinsichtlich der Stückgewinne, eines anderen bei der Inflationsanalyse häufig verwendeten Gewinnindikators, ist zu beachten, dass sich der Standardindikator (Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen dividiert durch das reale BIP) und der entsprechende auf dem Gesamtaufkommen basierende Indikator (Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen dividiert durch das reale Gesamtaufkommen) in den letzten beiden Jahren sehr ähnlich entwickelt haben. Dies ist nicht überraschend, da zwar die Importpreise, nicht aber die Importvolumen einen außergewöhnlichen Verlauf aufwiesen.

## Abbildung A

### Wachstumsrate der Gewinnmargen auf Basis des BIP (Wertschöpfung) und des Gesamtaufkommens

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

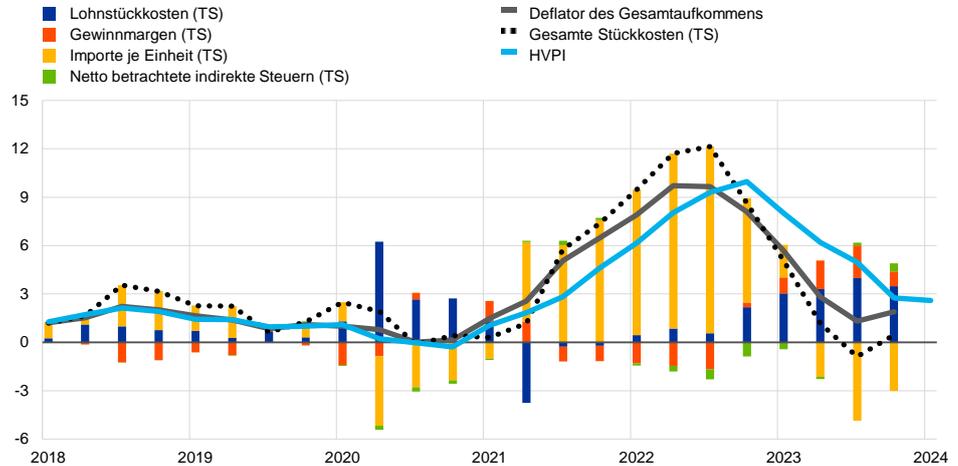
**Der Deflator des Gesamtaufkommens, der als Näherungsgröße für die Verkaufspreise dient, lässt erkennen, dass der in der Wirtschaft im Euroraum insgesamt vorhandene Preisdruck die Talsohle im zweiten Halbjahr 2023 mehr oder weniger erreicht haben dürfte.** Das Wachstum dieses Deflators beschleunigte sich von 2021 bis Mitte 2022 deutlich, bevor es der Folge kräftig sank und sich in der zweiten Jahreshälfte 2023 eine gewisse Stabilisierung abzeichnete (siehe Abbildung B, Grafik a). Analog zum BIP-Deflator (siehe Abbildung B, Grafik b) lässt sich die Entwicklung des Deflators des Gesamtaufkommens in einzelne Komponenten aufschlüsseln. Diese Aufschlüsselung zeigt die Ursachen für die Zu- und Abnahme des allgemeinen Preisdrucks und dessen Entwicklung im Zeitverlauf. Sie deutet darauf hin, dass der sprunghafte Inflationsanstieg zunächst von einer starken Zunahme des Importpreisdrucks (bei Vorleistungsgütern) ausgelöst wurde. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite erhöhten sich in der Folge die Gewinne und dann die Arbeitskosten, was aber mit zeitlicher Verzögerung und in geringerem Maße erfolgte. Die zeitliche Abfolge lässt darauf schließen, dass die Gewinnmargen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt des Inflationssturzes verzeichneten Wertschöpfung positive Wachstumsraten, auf der Grundlage des Gesamtaufkommens hingegen negative Wachstumsraten aufwiesen. Die gleiche Abfolge – allerdings mit einer umgekehrten Entwicklung bei den Gewinnmargen – zeigt sich in Bezug auf den Rückgang des Preisdrucks. Mitte 2022 setzte eine Abschwächung des Importpreisdrucks ein. Binnenwirtschaftlich kommt der nachlassende Preisdruck seit mehreren Quartalen darin zum Ausdruck, dass sich die Gewinnmargen mit dem Abklingen der Pandemie und der Energiekrise verringert haben. Im vierten Quartal 2023 begann auch das Wachstum der Lohnstückkosten etwas zu sinken.

## Abbildung B

### Deflator des Gesamtaufkommens und BIP-Deflator

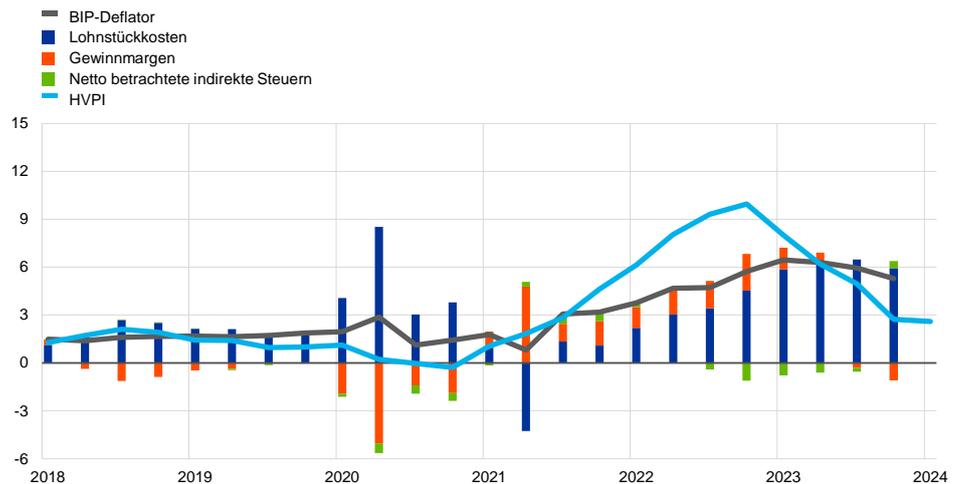
#### a) Deflator des Gesamtaufkommens

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### b) BIP-Deflator

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: TS steht für Gesamtaufkommen (total supply). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (HVPPI) bzw. das vierte Quartal 2023 (übrige Angaben). Grafik a: Die Lohnstückkosten (TS) und die Importe je Einheit (TS) werden als Beiträge in Prozentpunkten zu den gesamten Stückkosten (TS) ausgewiesen.

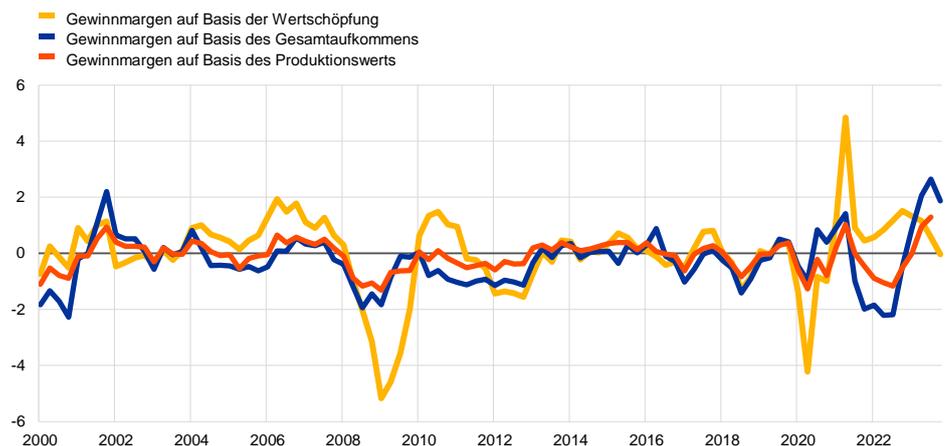
**Für eine begrenzte Zahl von Euro-Ländern lässt sich ein auf dem „tatsächlichen“ Produktionswert basierender Gewinnindikator berechnen. Seine Entwicklung folgt im Großen und Ganzen jener der gesamtaufkommensbasierten Indikatoren.** Sollten sich die Importpreise deutlich anders als die Vorleistungspreise entwickeln, stellt der gesamtaufkommensbasierte Indikator der Gewinnmargen möglicherweise eine unzureichende Näherungsgröße für einen auf dem Produktionswert basierenden Indikator dar. Die vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum enthalten Informationen zu Produktionswert und Vorleistungen für sechs Euro-Länder, die zusammen 60 % des euroraumweiten BIP erwirtschaften.<sup>8</sup> Dadurch wird ein direkter Vergleich

<sup>8</sup> Daten zu Produktionswert und Vorleistungen liegen für Deutschland, Estland, Griechenland, Frankreich, die Niederlande und Finnland vor.

zwischen dem Indikator der Gewinnmargen auf Basis des Gesamtaufkommens und jenem auf Basis des Produktionswerts möglich. Im Fall der begrenzten Zahl an Euro-Ländern haben sich die beiden Indikatoren mit der Zeit in einem engen Gleichlauf bewegt. In ihren von positivem bzw. negativem Wachstum geprägten Phasen verzeichneten sie eine weitgehend gleiche Entwicklung, was auch auf die jüngste Zeit zutrifft.<sup>9</sup> Der auf dem Produktionswert basierende Indikator zeigt sich etwas weniger volatil. Dies ist wohl zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Vorleistungspreise zuletzt eine etwas geringere Volatilität aufwiesen als die Preise für importierte Waren. Dies deutet darauf hin, dass der (gesamtaufkommensbasierte) Gewinnmargenindikator für das Eurogebiet insgesamt als zuverlässige Näherungsgröße für einen produktionswertbasierten Indikator der Gewinnmargen gelten kann.

**Abbildung C**  
Wachstumsrate der Gewinnmargen auf Basis der Wertschöpfung, des Gesamtaufkommens und des Produktionswerts für eine begrenzte Zahl an Euro-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (wertschöpfungsbasierter und gesamtaufkommensbasierter Indikator) bzw. das dritte Quartal 2023 (produktionswertbasierter Indikator). Die begrenzte Stichprobe an Euro-Ländern umfasst Deutschland, Estland, Griechenland, Frankreich, die Niederlande und Finnland.

**Zusammenfassend lässt sich sagen, dass in Phasen außergewöhnlicher Preisentwicklungen bei den Vorleistungsgütern ein gesamtaufkommensbasierter Gewinnindikator den herkömmlichen wertschöpfungsbasierten Gewinnindikator ergänzen kann.** Nachdem die beiden Indikatoren in den zurückliegenden zwei Jahren recht stark voneinander abgewichen sind, dürfte das Abklingen der außergewöhnlichen Importpreisentwicklung perspektivisch dazu führen, dass sich die Wachstumsraten der wertschöpfungs- und der gesamtaufkommensbasierten Gewinnmargen wieder stärker im Gleichlauf bewegen; dies gilt sowohl in Bezug auf die Richtung als auch auf die Größenordnung der positiven bzw. negativen Entwicklung.

<sup>9</sup> Die Entwicklung sowohl der wertschöpfungs-basierten als auch der gesamtaufkommens-basierten Indikatoren der Gewinnmargen auf der Grundlage der begrenzten Zahl an Euro-Ländern ist mit jener für den Euroraum insgesamt vergleichbar (siehe Abbildung A).

## Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 31. Januar bis zum 16. April 2024

Juliane Kinsele und Vagia Iskaki

**Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der ersten und zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2024.** Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 31. Januar bis zum 16. April 2024 („Berichtszeitraum“).

**Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm im Berichtszeitraum weiter ab.** Dies hing damit zusammen, dass am 27. März 2024 das siebte Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III.7) fällig wurde und die Banken zugleich ausstehende Beträge anderer GLRG-III-Geschäfte vorzeitig zurückzahlten. Ein weiterer Grund für die rückläufige Liquiditätsbereitstellung war die Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) Anfang Juli 2023. Die geringere Liquiditätsbereitstellung wurde jedoch zum Teil durch den anhaltenden Rückgang der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren (netto) ausgeglichen.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 99,7 Mrd. € auf 1 531,2 Mrd. €.** Diese Entwicklung war fast ausschließlich darauf zurückzuführen, dass die autonomen Faktoren (netto) um 98 Mrd. € auf 1 369,7 Mrd. € sanken (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Ursächlich hierfür waren eine Abnahme der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren und eine gleichzeitige Zunahme der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren. Das Mindestreserve-Soll ging um 1,7 Mrd. € auf 161,5 Mrd. € zurück.

**Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren verringerten sich im Berichtszeitraum um 33,7 Mrd. € auf 2 619,7 Mrd. €, was vor allem einem weiteren Rückgang der nicht geldpolitischen Einlagen und des Banknotenumlaufs zuzuschreiben war.** Die Einlagen öffentlicher Haushalte (siehe Tabelle A unter „Passiva“) sanken im Berichtszeitraum im Schnitt um 27,7 Mrd. € auf 154,6 Mrd. €. Hierin spiegelt sich die fortgesetzte Normalisierung des Volumens der von den Staaten insgesamt beim Eurosystem gehaltenen Bargeldbestände wider. Diese wurde auch durch die geänderte Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, die am 1. Mai 2023 in Kraft getreten war, begünstigt. Am 16. April 2024 bestätigte der EZB-Rat die Obergrenze für die Verzinsung dieser Einlagen in Höhe des Euro Short-Term Rate (€STR) abzüglich 20 Basispunkten. Die nationalen Zentralbanken können jedoch beschließen, aufgrund von

landesspezifischen Erwägungen einen niedrigeren Zinssatz anzuwenden.<sup>1</sup> Auch die anderen nicht geldpolitischen Einlagen, die zu den sonstigen autonomen Faktoren zählen, gingen weiter zurück.<sup>2</sup> Die Normalisierung der Bedingungen am Repomarkt vor dem Hintergrund der nachlassenden Knappheit an Sicherheiten war ein weiterer Faktor, der die Platzierung nicht geldpolitischer Einlagen am Markt attraktiver machte. Der durchschnittliche Banknotenumlauf sank im Berichtszeitraum um 9,1 Mrd. € auf 1 544,6 Mrd. €. Hierin zeigt sich, dass sich der seit dem Ende der Negativzinsphase zu beobachtende allmähliche Rückgang der Banknotenbestände fortgesetzt hat.

**Die Liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 64,1 Mrd. € auf 1 250,3 Mrd. €.** Im Berichtszeitraum nahmen die Nettoforderungen in Euro um 29,3 Mrd. € zu. Dies war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets weiter sanken. Grund hierfür war wiederum, dass die Verzinsung der Einlagen im Rahmen der Währungsreservenverwaltung des Eurosystems (ERMS) am 1. Mai 2023 auf den €STR abzüglich 20 Basispunkten festgesetzt (und dies am 16. April 2024 bestätigt) wurde und die Kunden der ERMS daraufhin ihre Liquiditätssteuerungsstrategien anpassten.<sup>3</sup> Die Nettoforderungen in Fremdwährung erhöhten sich um 34,8 Mrd. €, was vor allem dadurch bedingt war, dass einige Währungsreserven in der zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode neu bewertet wurden und um 29,0 Mrd. € zunahmen. Dieser Anstieg wurde jedoch durch Neubewertungen bei den sonstigen autonomen Faktoren ausgeglichen.

Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren und ihre Veränderung.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe EZB, [EZB bestätigt Obergrenze für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte im Euroraum und passt den Zinssatz für andere nicht geldpolitische Einlagen an](#), Pressemitteilung vom 17. April 2024.

<sup>2</sup> Netto betrachtet erhöhten sich die sonstigen autonomen Faktoren jedoch etwas, was den geringeren nicht geldpolitischen Einlagen und den höheren Ausgleichsposten aus Neubewertungen geschuldet war.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [EZB bestätigt Obergrenze für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte im Euroraum und passt den Zinssatz für andere nicht geldpolitische Einlagen an](#), Pressemitteilung vom 17. April 2024.

<sup>4</sup> Weitere Informationen zu den autonomen Faktoren finden sich in: EZB, [Die Liquiditätssteuerung der EZB](#), Monatsbericht Mai 2002.

## Tabelle A

### Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

#### Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 31. Januar bis 12. März 2024		Zweite Erfüllungsperiode: 13. März bis 16. April 2024		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren</b>	2 619,7	(-33,7)	2 620,9	(-29,4)	2 618,3	(-2,6)	2 653,5	(-67,1)
Banknotenumlauf	1 544,6	(-9,1)	1 543,2	(-13,5)	1 546,3	(+3,0)	1 553,7	(-6,1)
Einlagen öffentlicher Haushalte	154,6	(-27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(-30,7)	182,3	(-40,3)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1)</sup>	920,6	(+3,1)	909,2	(-16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(-20,7)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben</b>	7,0	(-1,1)	7,2	(-0,9)	6,8	(-0,5)	8,1	(-1,4)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>2)</sup></b>	161,5	(-1,7)	161,4	(-1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(-1,8)
<b>Einlagefazilität</b>	3 421,3	(-99,1)	3 490,9	(+3,5)	3 337,9	(-153,0)	3 520,5	(-94,6)
<b>Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

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

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 31. Januar bis 12. März 2024		Zweite Erfüllungsperiode: 13. März bis 16. April 2024		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätszuführende autonome Faktoren</b>	1 250,3	(+64,1)	1 232,1	(+14,4)	1 272,1	(+40,0)	1 186,2	(+35,4)
Nettoforderungen in Fremdwährung	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
Nettoforderungen in Euro	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Offenmarktgeschäfte	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Kreditgeschäfte	334,0	(-123,5)	402,1	(-2,0)	252,2	(-149,9)	457,4	(-110,8)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	3,9	(-3,7)	4,8	(-3,1)	2,8	(-2,0)	7,6	(+0,8)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(-3,8)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	323,7	(-121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(-150,8)	445,5	(-107,8)
Outright-Geschäfte <sup>1)</sup>	4 625,5	(-76,5)	4 646,4	(-40,4)	4 600,4	(-46,0)	4 702,0	(-89,3)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 31. Januar bis 12. März 2024		Zweite Erfüllungsperiode: 13. März bis 16. April 2024		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1)</sup>	1 531,2	(-99,7)	1 550,4	(-45,1)	1 508,1	(-42,3)	1 630,9	(-104,1)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2)</sup>	1 369,7	(-98,0)	1 389,0	(-44,1)	1 346,5	(-42,6)	1 467,7	(-102,3)
Überschussliquidität <sup>3)</sup>	3 428,3	(-100,2)	3 498,1	(+2,7)	3 344,7	(-153,4)	3 528,5	(-96,0)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024				Vorheriger Berichtszeitraum: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024			
	Erste Erfüllungsperiode: 31. Januar bis 12. März 2024		Zweite Erfüllungsperiode: 13. März bis 16. April 2024		Siebte Erfüllungsperiode		Achte Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Einlagefazilität	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR (Euro Short-Term Rate)	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(-0,001)
RepoFunds Rate Euro	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg.

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

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 199,9 Mrd. € auf 4 959,5 Mrd. €** (siehe Abbildung A). Ursächlich hierfür war in erster Linie der anhaltende Rückgang der Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 123,5 Mrd. € auf 334 Mrd. €.** Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass die ausstehenden GLRG-III-Beträge zurückgingen, da am 27. März 2024 das siebte GLRG-III-Geschäft (215,4 Mrd. €) fällig wurde und andere GLRG-Mittel (35,8 Mrd. €) vorzeitig zurückgezahlt wurden. Gleichzeitig verringerten sich auch die im Rahmen der regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)) ausstehenden Beträge leicht. Ausschlaggebend hierfür war ein durchschnittlicher Rückgang der HRGs um 3,7 Mrd. €. Die dreimonatigen LRGs erhöhten sich hingegen um 2 Mrd. €. Die Tatsache, dass die Banken nur in begrenztem Maße an diesen Geschäften teilnahmen und überdies in der Lage waren, GLRG-Mittel in erheblichem Umfang zurückzuzahlen, ohne zu regulären Refinanzierungsgeschäften zu wechseln, zeigt, dass ihre Liquiditätsposition insgesamt komfortabel war und ihnen alternative Finanzierungsquellen mit attraktiven Zinsen zur Verfügung standen.

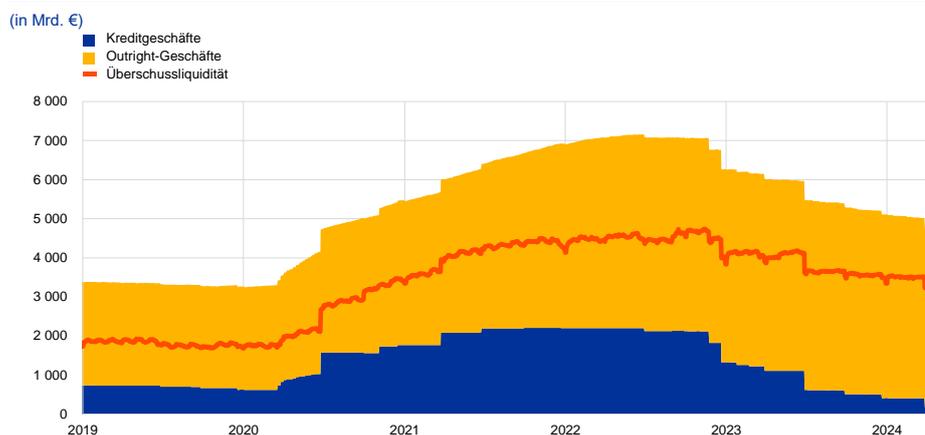
**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die Wertpapierbestände in den Outright-Portfolios verringerte sich im Berichtszeitraum um 76,5 Mrd. €.**

Grund für diesen Rückgang war, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP fällig werdenden Wertpapiere seit dem 1. Juli 2023 nicht mehr reinvestiert werden. Die Tilgungszahlungen aus den im Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)

erworbenen Wertpapieren werden indes seit Einstellung der Nettokäufe Ende März 2022 vollständig reinvestiert.<sup>5, 6</sup>

### Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 16. April 2024.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 100,2 Mrd. € auf 3 428,3 Mrd. € zurück** (siehe Abbildung A). Die

Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giro Guthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität abzüglich der Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtlizität und der Liquidität wider, die die Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht benötigen. Nachdem die durchschnittliche Überschussliquidität im November 2022 mit 4 748 Mrd. € einen Höchststand erreicht hatte, nahm sie hauptsächlich wegen der im Rahmen der GLRG-III-Geschäfte fälligen Beträge und vorzeitigen Rückzahlungen kontinuierlich ab. Zum Rückgang der Überschussliquidität trug auch bei, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere seit Juli 2023 nicht mehr reinvestiert werden.

<sup>5</sup> Die in den Outright-Portfolios gehaltenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und jeweils zum Quartalsende neu bewertet. Auch dies wirkt sich auf die Durchschnittswerte insgesamt und die Veränderungen der Outright-Portfolios aus.

<sup>6</sup> Im Dezember 2023 gab die EZB bekannt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere in der zweiten Jahreshälfte 2024 bei Fälligkeit nur noch teilweise wieder anlegen zu wollen.

## Zinsentwicklung

**Der EZB-Rat beließ die drei Leitzinssätze im Berichtszeitraum unverändert.** So lagen die Zinssätze für die Einlagefazilität, die HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität nach wie vor bei 4,00 %, 4,50 % bzw. 4,75 %.

**Der €STR blieb im Berichtszeitraum im Schnitt weitgehend unverändert, und der Spread gegenüber den EZB-Leitzinsen war weiterhin stabil.** Der €STR notierte durchschnittlich 9,2 Basispunkte unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität. Damit lag er etwas näher am Zinssatz für die Einlagefazilität als im Jahr 2023; damals betrug der über alle Mindestreserve-Erfüllungsperioden hinweg berechnete durchschnittliche Spread 9,9 Basispunkte. Von der geringeren Überschussliquidität ging daher bislang kein wesentlicher Aufwärtseffekt auf den €STR aus.

**Der durchschnittliche Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, notierte weiterhin näher am Zinssatz für die Einlagefazilität.** Im Durchschnitt lag der Reposatz im Berichtszeitraum 4,9 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Gegenüber dem vorangegangenen Betrachtungszeitraum stellt dies einen Anstieg um rund 2,5 Basispunkte dar. Hierin zeigt sich die anhaltende Umkehr der Faktoren, die seit dem vierten Quartal 2023 Abwärtsdruck auf die Reposätze ausüben. Dazu zählen die Anpassung der Zinserwartungen, die die Finanzintermediäre dazu veranlasst, bei repofinanzierten Anleihen Long-Positionen einzugehen, und die bessere Verfügbarkeit von Sicherheiten. Letztere ist dadurch bedingt, dass die ausstehenden APP-Bestände sinken und Sicherheiten aus fälligen GLRGs frei werden.

Francesca Barbiero und Maria Dimou

**Das Kreditrisiko hat in den vergangenen Quartalen sukzessive zugenommen. Bislang hat es sich jedoch nicht in dem Ausmaß erhöht, wie es die weiter gefassten Messgrößen des Bankkreditrisikos auf Basis historischer Gesetzmäßigkeiten angesichts der eingetrübten Konjunkturaussichten für den Euroraum, der höheren Zinsen und der steigenden Zahl an Insolvenzen nahelegen würden.** Sowohl der Anteil der notleidenden Kredite als auch weiter gefasste Messgrößen des Kreditrisikos wie Kredite mit jungen Zahlungsrückständen und Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko (Stufe-2-Kredite) haben sich in den vergangenen Quartalen stetig erhöht. Hierbei war eine gewisse Heterogenität zwischen den einzelnen Ländern zu beobachten, die unter anderem aus unterschiedlich hohen Risikopositionen gegenüber zinssensitiveren Branchen wie dem Gewerbeimmobiliensektor resultierte. Insgesamt hält sich die Zunahme allerdings in Grenzen.<sup>1</sup> Zudem sind die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Risikopositionen in den Bankbilanzen seit Beginn des jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus trotz einer größeren Zinslast und trüberer Konjunkturaussichten kaum gestiegen.<sup>2</sup> Insgesamt liegen die gemeldeten Ausfallhäufigkeiten unter dem Niveau, das aufgrund historischer Gesetzmäßigkeiten vor dem Hintergrund der aktuellen Aussichten für die Gesamtwirtschaft zu erwarten wäre.<sup>3</sup>

**Die positive Entwicklung des Kreditrisikos in den Bankbilanzen könnte zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass die Banken ihre Portfolios seit Beginn des Straffungszyklus aktiv in Richtung sichererer Vermögenswerte umgeschichtet haben** (siehe Abbildung A). Betrachtet man die Unternehmenskreditportfolios der Banken ab Ende 2021 auf Basis von AnaCredit-Daten (dem Kreditregister für den Euroraum), so hat sich die Bonität der Kreditnehmer durchaus verschlechtert, was auf die höhere Zinslast und die sich eintrübenden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen zurückzuführen sein dürfte (siehe die gelben Balken in Abbildung A). Dadurch hätten sich die Kreditportfolios der Banken eigentlich merklich verschlechtern müssen. Doch die Banken haben seit Beginn der geldpolitischen Straffung nicht nur ihr Kreditangebot insgesamt eingeschränkt, sondern auch die Vergabe von Unternehmenskrediten gezielt in Richtung von ausfallsichereren Kreditnehmern verschoben (siehe die blauen Balken in Abbildung A). Durch diese Neuausrichtung wurde die passive Verschlechterung der Kreditqualität, die sich aus der veränderten Kreditwürdigkeit der Bestandskunden ergab, mehr als kompensiert. Infolgedessen stieg der Anteil an weniger risikoreichen Krediten in den Unternehmenskreditportfolios sogar an, wodurch sich die Gesamtqualität des Kreditbestands weniger stark verschlechterte als erwartet (siehe

<sup>1</sup> Siehe beispielsweise die Zeitreihen der [notleidenden Kredite](#) und der [Stufe-2-Kredite](#) in den Statistiken der EZB-Bankenaufsicht.

<sup>2</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Vulnerabilität der in die SAFE-Umfrage einbezogenen Unternehmen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2024.

<sup>3</sup> Siehe auch K. af Jochnick, [The single supervisor ten years on: experience and way forward](#), Rede anlässlich des LBBW Fixed Income Forum, Frankfurt, 13. März 2024, sowie EZB, [Euro area banking sector](#), Financial Stability Review, Mai 2024.

die blauen Punkte in Abbildung A). Dies steht auch im Einklang mit der größeren Risikoscheu, die die Banken seit Beginn des Straffungszyklus in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum (Bank Lending Survey – BLS) melden, sowie mit einer erhöhten Risikowahrnehmung.<sup>4</sup> Die Präferenz der Banken für sicherere und potenziell liquidere Aktiva führte auch zu Umschichtungen von Kredit- in Wertpapierportfolios – ein Entwicklungsmuster, in dem vor allem Verbriefungsaktivitäten zum Ausdruck kommen.<sup>5</sup>

### Abbildung A

#### Aufschlüsselung der Entwicklungen in den Unternehmenskreditportfolios der Banken (Q4 2021-Q4 2023)

(Veränderung der Anteile am Kreditvolumen und Beiträge; in Prozentpunkten)



Quellen: EZB (AnaCredit) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die kumulierten vierteljährlichen Veränderungen des Anteils der Kredite nach Kreditnehmerkategorie vom ersten Quartal 2022 bis zum vierten Quartal 2023. Die Kreditnehmerkategorien basieren auf einem Mapping zwischen den realisierten Ausfallraten und den Bonitätseinstufungen der Ratingagenturen. Sicherere Kreditnehmer sind solche mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von bis zu 5 %, risikoreichere Kreditnehmer sind solche mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von mehr als 5 %. Die Berechnungen basieren auf dem ausstehenden Volumen der Bankkredite an Ansässige im Euroraum. Die Definitionen stehen im Einklang mit der Verordnung EZB/2021/2 (Verordnung über die MFI-Bilanzstatistik). Die blauen Balken stellen die kumulierten vierteljährlichen Veränderungen der Kreditanteile innerhalb der jeweiligen Kategorie dar. Die Berechnung erfolgt unter Zugrundelegung der im Vorquartal beobachteten Ausfallwahrscheinlichkeit.

### Eine Umschichtung der Bankportfolios zugunsten von sichereren

### Vermögenswerten könnte die Bemühungen der Banken widerspiegeln, eine stärkere Zunahme der Kreditrisikovorsorge und der weiter gefassten Messgrößen des Kreditrisikos zu verhindern und auf diese Weise die Kreditrisikokosten einzudämmen.

Nachdem die Kreditrisikokosten im Gefolge der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise ein Rekordniveau erreicht hatten, sind sie in den vergangenen Jahren moderat geblieben (siehe den grün schattierten Bereich in Abbildung B).<sup>6</sup> Aufgrund des gestiegenen aufsichtlichen Drucks haben die Banken kostenintensive Anstrengungen unternommen, um ihre Bilanzen zu bereinigen, während ihre Risikomanagementverfahren unter einer kontinuierlichen engmaschigen Beobachtung standen. In den Jahren vor dem jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus und insbesondere in den zurückliegenden Krisen

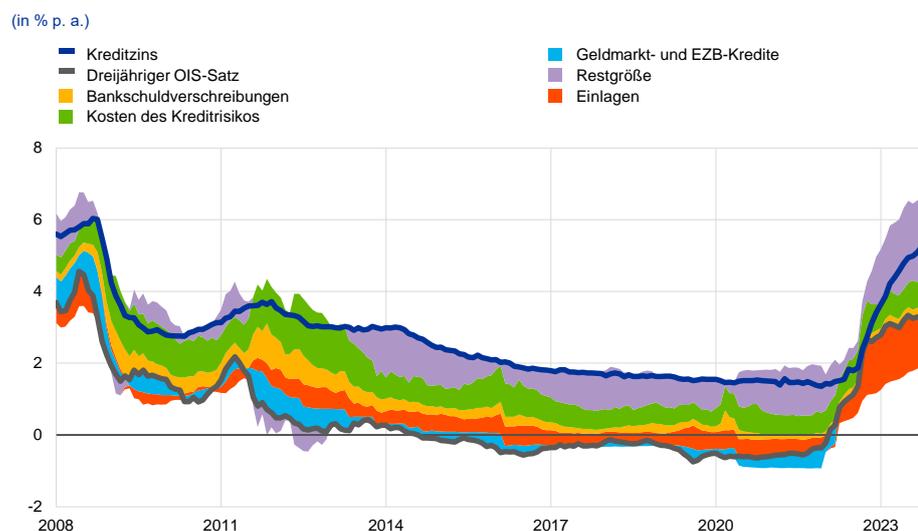
<sup>4</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – First quarter of 2024](#), April 2024.

<sup>5</sup> Die seit Ende 2021 verzeichnete Umschichtung von Bankaktiva zugunsten von Wertpapieren ging nicht mit einer Anpassung des Gesamtrisikoprofils des Kreditportfolios einher.

<sup>6</sup> Die Kosten des Kreditrisikos sind hier definiert als die Summe aus Eigenkapitalanforderungen und erwarteten (Kredit-)Verlusten.

trugen die Kreditrisikokosten zusammen mit anderen operativen Ineffizienzen zu einer geringen Ertragskraft, hohen Eigenkapitalkosten und einem Mangel an Kapitalausschüttungen bei. Ein deutlich risikominderndes Verhalten wäre also damit konsistent, dass sich die Banken bemühen, die Kosten des Kreditrisikos niedrig zu halten und dadurch eine Ertragskraft zurückzuerlangen, die es ihnen ermöglicht, weiter Kapital an ihre Anleger auszuschütten.<sup>7</sup> Infolge dieser adaptiven Bankstrategien halten sich die Kreditrisikovorsorge und die weiter gefassten Messgrößen des Kreditrisikos derzeit trotz einer erneuten kritischen Beobachtung durch die Aufsichtsbehörden und die Märkte in Grenzen. Aus demselben Grund lässt sich aus der Kreditrisikovorsorge und den Messgrößen des Kreditrisikos in den Bankbilanzen auch nicht mehr vollständig ablesen, in welchem Maße sich die geldpolitische Straffung auf die Unternehmen und die privaten Haushalte auswirkt. Deshalb scheint eine ganzheitlichere Betrachtung der geldpolitischen Transmission auf die Realwirtschaft geboten. Möglicherweise hat auch die günstige Finanzlage der Unternehmen und der privaten Haushalte zu Beginn des Straffungszyklus zu dieser Situation beigetragen. In Verbindung mit einer guten Ertrags- und Beschäftigungslage könnte dies nämlich eine deutlichere Verschlechterung der Kreditwürdigkeit verhindert haben.

**Abbildung B**  
Zinssatz für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen und Beiträge der Komponenten



Quellen: EZB (MFI-Bilanzstatistik, MFI-Zinsstatistik), Bloomberg, Moody's und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: In dieser Abbildung wird der realisierte Zinssatz für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen (blaue Linie) in die Beiträge der Kostenkomponenten der Banken aufgeschlüsselt. Die Restgröße zwischen dem realisierten Kreditzins und den verschiedenen Kostenkomponenten stellt eine Messgröße der Zinsmarge dar. Die Kosten für Einlagen, Bankschuldverschreibungen, Geldmarkt- und EZB-Kredite werden als Spreads gegenüber dem dreijährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (dreijähriger OIS-Satz; schwarze Linie) angegeben, der den Referenzzins darstellt, gewichtet nach ihrer jeweiligen Bedeutung für den Finanzierungsmix der einzelnen Banken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

**Empirische Belege weisen darauf hin, dass die Banken aufgrund regulatorischer und aufsichtlicher Erwägungen bei der Vergabe von Krediten vorsichtiger geworden sind** (siehe Abbildung C, Grafik a). Die verstärkte Kontrolle

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Kapitalausschüttungen der Banken und ihre Bedeutung für die Geldpolitik](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 6/2023.

seitens der Aufsichtsbehörden zwingt die Banken dazu, bei ihrer Kreditvergabe risikosensitiver vorzugehen.<sup>8</sup> Durch den zunehmenden regulatorischen Druck sehen sie sich immer stärker veranlasst, die Standards einer angemessenen Eigenkapitalausstattung zu erfüllen, und begrenzen ihre Engagements in risikoreichen Vermögenswerten entsprechend. Es kommt daher zu strategischen Umschichtungen in den Kreditportfolios der Banken, wobei ausfallsicherere Kreditnehmer bzw. weniger risikoreiche Forderungen bevorzugt werden. Auf diese Weise reagieren die Banken auf die regulatorischen Anforderungen und den aufsichtlichen Druck und vermeiden es zugleich, im Nachhinein eine zusätzliche Kreditrisikovorsorge betreiben zu müssen. Im Bank Lending Survey werden die Institute auch zu den Auswirkungen regulatorischer oder aufsichtlicher Maßnahmen auf ihre Kreditrichtlinien in den vergangenen zwölf Monaten befragt. Empirische Analysen der Umfrageergebnisse zeigen, dass die Banken, die in der Umfrage aufsichtliche oder regulatorische Maßnahmen als Gründe für die Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien nannten, im betrachteten Zeitraum und verglichen mit ausfallsichereren Kreditnehmern deutlich weniger Kredite an risikoreichere Kreditnehmer vergaben.<sup>9</sup> Genau genommen verringerten die Banken, die ihre Kreditrichtlinien aufgrund des aufsichtlichen und regulatorischen Drucks im gleichen Maße verschärfen wie der Durchschnitt der befragten Banken im Zeitraum von 2021 bis 2023 (kumulierter Nettoanteil von 20 %), ihre Kreditvergabe an risikoreichere Kreditnehmer um 3 Prozentpunkte. Zum Vergleich: Für die Stichprobe der risikoreicheren Kreditnehmer betrug der Rückgang des Kreditvolumens in diesem Zeitraum insgesamt 9,8 %. Dies stützt die Hypothese, dass die fortlaufende prudenzielle Überwachung dazu geführt hat, dass die Banken bei der Vergabe von Krediten an Kreditnehmer mit geringen Aussichten auf Rückzahlung Vorsicht walten ließen, obwohl bei diesen Kreditnehmern auch andere Faktoren wie etwa eine geringere Nachfrage ausschlaggebend gewesen sein könnten.

---

<sup>8</sup> Siehe C. Altavilla, M. Boucinha, J. L. Peydró und F. Smets, [Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2349, 2020.

<sup>9</sup> Um zu testen, ob noch weitere Faktoren das Verhalten der Banken im Umgang mit Kreditrisiken erklären könnten, wurde ein Datensatz konstruiert, der Informationen zu Banken und Unternehmen kombiniert. Hierzu wurden AnaCredit-Daten, die einzelnen Antworten der Banken aus dem BLS und Bilanzpositionen aus der Statistik der EZB zu den Bilanzpositionen von Einzelinstituten (iBSI) miteinander verknüpft. Anschließend wurde die Veränderung des Kreditvolumens von Dezember 2021 (vor dem Straffungszyklus) bis September 2023 auf Ebene der Bank-Unternehmen-Datenpaare betrachtet. Die Beschreibung der Faktoren, die während dieses Zeitraums die Veränderung der relativen Verteilung von Krediten auf Kreditnehmer, die vor dem Straffungszyklus als ausfallsicherer bzw. risikoreicher galten, beeinflussten, erfolgte mithilfe eines empirischen Standardansatzes. Dieser ermöglichte es, bei der Identifizierung von Schocks auf das Kreditangebot auch solche Unternehmen zu berücksichtigen, die nur bei einer einzigen Bank Kredite aufnehmen. Dabei wurde unterstellt, dass sich Schocks auf Unternehmen derselben Branche, desselben Landes und derselben Größenklassifizierung ähnlich auswirken. Siehe H. Degryse, O. de Jonghe, S. Jakovljević, K. Mulier und G. Schepens, Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and Applications, *Journal of Financial Intermediation*, Bd. 40, 2019. Anschließend wurde ein Querschnittsregressionsmodell spezifiziert, das verschiedene Banken- und Unternehmenskontrollvariablen (wie Bankgröße und Unternehmensalter) sowie die genannten fixen Effekte in Bezug auf Branche, Land und Größe enthält.

## Abbildung C

### Bestimmungsfaktoren der Verteilung des Kreditangebots und ihre empirische Evidenz

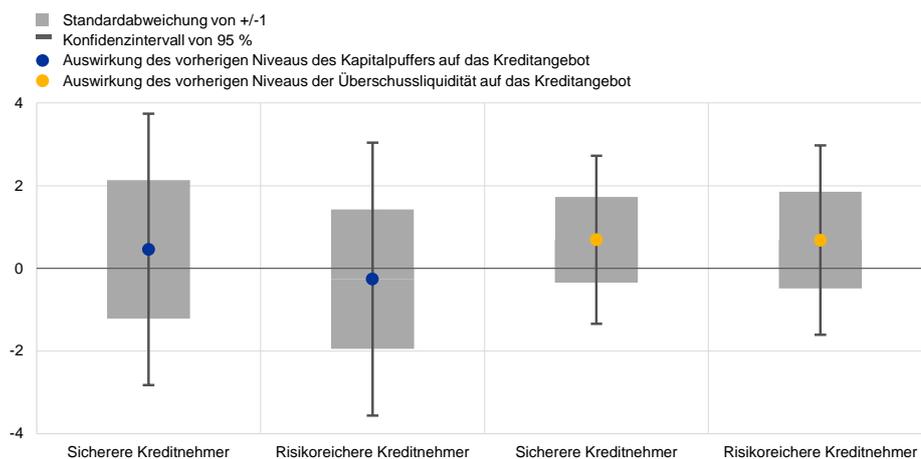
#### a) Auswirkungen des regulatorischen/aufsichtlichen Drucks

(in Prozentpunkten, Kreditvolumen vor dem Straffungszyklus)



#### b) Auswirkung der Kapitalpuffer und Überschussliquidität vor dem Straffungszyklus

(in Prozentpunkten, Kreditvolumen vor dem Straffungszyklus)



Quellen: EZB (IBSI, AnaCredit, BLS), Statistiken der EZB-Bankenaufsicht und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Koeffizienten der Regressionsgleichung  $Kreditwachstum_{b,f} = \alpha_1 risikoreicher_f + \beta_1 sicherer_f \times X_b + \beta_2 risikoreicher_f \times X_b + Y_b + Z_f + \gamma_{BLG} + \epsilon_{b,f}$ . Dabei gilt:  $Kreditwachstum_{b,f}$  ist die logarithmierte Veränderung des Kreditvolumens auf Ebene der Bank-Unternehmen-Paare im Zeitraum von Dezember 2021 bis September 2023;  $sicherer_f$  und  $risikoreicher_f$  sind komplementäre Dummy-Variablen, die den Wert 1 annehmen, wenn die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers vor dem Straffungszyklus über bzw. unter 5 % lag;  $X_b$  ist eine Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn aufsichtliche oder regulatorische Maßnahmen in den vorangegangenen zwölf Monaten eine Verschärfung der Kreditrichtlinien (Grafik a) oder eine Veränderung des zuvor bestehenden Niveaus der Kapitalpuffer bzw. der Überschussliquidität (Grafik b) bewirkten. Die Regression enthält die Kontrollvariablen  $Y_b$  und  $Z_f$ , die sich auf die Banken und Unternehmen beziehen (z. B. Bankgröße und Unternehmensalter), sowie die als  $\gamma_{BLG}$  ausgedrückten fixen Effekte in Bezug auf Branche (B), Land (L) und Größe (G). Standardfehler wurden auf Bankebene geclustert. Zudem erfolgte eine Reskalierung der Koeffizienten anhand der laut den Umfrageergebnissen auf regulatorischen bzw. aufsichtlichen Druck zurückzuführenden kumulierten Nettoverschärfung der Kreditrichtlinien im Zeitraum von 2021 bis 2023, wobei jeweils Durchschnittswerte für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen sowie an Großunternehmen ermittelt wurden.

**Demgegenüber scheint die Kreditallokation der Banken in qualitativer Hinsicht nicht wesentlich von ihrer Bilanzstärke und Absorptionsfähigkeit vor dem Straffungszyklus bestimmt worden zu sein** (siehe Abbildung C, Grafik b).

Umfangreiche Kapital- und Liquiditätspuffer beeinflussen die Art und Weise, in der die Geldpolitik übertragen wird, und können auch mit dem Kreditrisikomanagement

der Banken in Wechselwirkung stehen.<sup>10</sup> Zu Beginn des jüngsten Straffungszyklus verfügten die Banken über ein hohes Liquiditätsniveau, und ihre Kapitalpuffer lagen deutlich über den regulatorischen Anforderungen. Dies war das Ergebnis des mehrjährigen stringenten Handelns der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden im Euroraum, das die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber Schocks wie den Bankenturbulenzen vom März 2023 erhöht hat. Die Verschiebungen bei der Kreditvergabe zwischen sichereren und risikoreicheren Kreditnehmern während des Straffungszyklus lassen sich offenbar nicht mit dem davor bestehenden Niveau der Kapitalpuffer und der an den Aktiva gemessenen Überschussliquidität erklären. Hingegen scheint der regulatorische und aufsichtliche Druck einen signifikanten Einfluss auszuüben, wie bereits weiter oben ausgeführt wurde.

---

<sup>10</sup> So wäre zu erwarten, dass die Umschichtung der Kreditportfolios von risikoreicheren zu ausfallsichereren Kreditnehmern bei Banken mit besserer Kapitalausstattung und höherer Überschussliquidität weniger verbreitet ist. Dies stünde auch im Einklang mit den Ergebnissen von L. Gambacorta und H. S. Shin, *Why bank capital matters for monetary policy*, *Journal of Financial Intermediation*, Bd. 35, 2018, S. 17-29.

# Aufsätze

## 1 Sektorale Dynamik und der Konjunkturzyklus im Euroraum

Niccolò Battistini und Johannes Gareis

### 1 Einleitung

**Die sektorale Dynamik ist in zweierlei Hinsicht entscheidend für das Verständnis des Konjunkturzyklus.** Erstens haben gesamtwirtschaftliche Schwankungen einen sektoralen Ursprung. Beispielsweise kann ein einzelner Sektor unerwarteten Veränderungen oder Schocks bei seinen Produktionsprozessen unterworfen sein, so etwa gravierenden Lieferkettenstörungen. Jüngste Beispiele hierfür sind unter anderem die Belastungen der Automobilbranche durch den Engpass bei Halbleitern oder der Personalmangel im Verkehrssektor.<sup>1</sup> Zweitens tragen Sektoren erheblich zur Ausbreitung von Schocks in der Gesamtwirtschaft bei. Die verschiedenen Sektoren interagieren über ein Netz von Input-Output-Verknüpfungen. Diese verbinden die wichtigsten Produktionsfaktoren, darunter Arbeitskräfte und Kapital, mit den Endverwendungszwecken der Waren und Dienstleistungen wie Konsum und Investitionen. In ihrer Gesamtheit bilden diese Verflechtungen die sektorale Struktur der Wirtschaft. Sie beeinflussen, wie die verschiedenen Sektoren auf Schocks reagieren und diese auf den Konjunkturzyklus übertragen.<sup>2</sup>

**Vor dem Hintergrund der Entwicklungen der jüngeren Zeit, zum Beispiel der umfangreichen sektoralen Schocks und erkennbaren Veränderungen der langfristigen Trends, sind die Auswirkungen sektoraler Entwicklungen auf die Wirtschaftstätigkeit wieder verstärkt in den Fokus gerückt.** Einerseits hat die in den letzten Jahren beobachtete außergewöhnliche Abfolge sektoraler Schocks – die Beeinträchtigung kontaktintensiver Dienstleistungen durch Mobilitäts-einschränkungen, die Unterbrechung langer Lieferketten in der Industrie aufgrund von Lieferengpässen und die Auswirkungen der volatilen Gaspreise auf energieintensive Sektoren – das Interesse an der sektoralen Dynamik neu entfacht. Andererseits könnten die jüngsten Entwicklungen der langfristigen Trends, darunter die Verlangsamung der Globalisierung, die Beschleunigung der Digitalisierung und die Fortschritte beim ökologischen Wandel, die sektorale Struktur der Wirtschaft

---

<sup>1</sup> Eine eingehende Analyse der jüngsten Entwicklungen und eine Beurteilung der kurzfristigen Aussichten für den Automobilsektor im Euroraum finden sich in Kasten 5 des vorliegenden Wirtschaftsberichts. Eine aktuelle Untersuchung der Frage, wie Unternehmen den Arbeitskräftemangel bewältigt haben, findet sich in Kasten 3 dieses Wirtschaftsberichts.

<sup>2</sup> Eine Studie zur unterschiedlichen Sensitivität der sektoralen Aktivität gegenüber gesamtwirtschaftlichen Schocks und zu ihren Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität findet sich in: EZB, [Geldpolitik und jüngste Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2023.

verändern und eine Neubewertung des Mechanismus der Schockverbreitung erforderlich machen.<sup>3</sup>

**Wie kann die sektorale Dynamik in die kurzfristige Beurteilung des Konjunkturzyklus einfließen?** Um diese Frage zu beantworten, werden im vorliegenden Aufsatz die zentralen Merkmale der jüngsten sektoralen Entwicklungen im Euroraum untersucht. Hierzu wird die von Eurostat bereitgestellte Zerlegung der vierteljährlichen realen Bruttowertschöpfung für elf Sektoren herangezogen.<sup>4</sup> Auf diese Weise lässt sich die Wirtschaftstätigkeit mit der höchsten Granularität und Frequenz einheitlich über die Länder hinweg messen.<sup>5</sup> Der Aufsatz bietet zunächst einen Überblick über die einschlägige Fachliteratur und präsentiert anschließend neue Erkenntnisse zu den Auswirkungen der sektoralen Entwicklungen auf die kurzfristigen Aussichten für die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum.

## 2 Überblick über die einschlägige Fachliteratur

**Die umfangreiche Fachliteratur zeigt, dass Schwankungen des Konjunkturzyklus in hohem Maße auf sektoraler Ebene entstehen und dass die Wechselwirkungen zwischen den Sektoren die Übertragung von Schocks auf die Wirtschaft prägen.** Laut Gabaix sind idiosynkratische Schocks, die große Unternehmen betreffen, zu einem erheblichen Teil für die aggregierten Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit verantwortlich.<sup>6</sup> Acemoglu, Carvalho, Ozdaglar und Tahbaz-Salehi wenden diese Überlegung auf eine Wirtschaft mit statischen Input-Output-Verflechtungen zwischen den Sektoren an. Sie zeigen, dass idiosynkratische Schocks in Sektoren, die wichtige direkte und indirekte Zulieferer anderer Sektoren sind – beispielsweise die Produzenten von Transportgütern oder Anbieter freiberuflicher Dienstleistungen (z. B. Ingenieurleistungen oder Leistungen im Bereich Forschung und Entwicklung) –, gesamtwirtschaftliche Schwankungen

---

<sup>3</sup> Im vorliegenden Aufsatz wird die Rolle langfristiger Trends in der Entwicklung der sektoralen Zusammensetzung der Wirtschaft nur am Rande behandelt. Eine tiefgehende Beurteilung ihrer Auswirkungen würde den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen.

<sup>4</sup> Dabei ist zu beachten, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum zunehmend von den Entwicklungen der vergangenen zehn Jahre in Irland beeinflusst wurde, was vor allem der großen Bedeutung multinationaler Unternehmen für die Wirtschaftstätigkeit in den Sektoren verarbeitendes Gewerbe sowie Information und Kommunikation geschuldet ist. Siehe EZB, [Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2023. Alle empirischen Ergebnisse in diesem Aufsatz sind jedoch auch bei Ausschluss Irlands robust.

<sup>5</sup> Die Unterteilung der elf Sektoren entspricht den Daten der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE2) zur realen Bruttowertschöpfung für die Sektoren A (nachfolgend Landwirtschaft), B, D und E (Bergbau und Energie), C (verarbeitendes Gewerbe), G, H und I (Handel, Verkehr und Gastgewerbe), J (Information und Kommunikation), K (Finanz- und Versicherungsdienstleistungen), L (Grundstücks- und Wohnungswesen), M und N (freiberufliche Dienstleistungen), O, P und Q (öffentliche Verwaltung) sowie R, S, T und U (Kunst und Erholung). Die Angaben zur realen Bruttowertschöpfung der Sektoren Bergbau und Energie wurden aufgrund der begrenzten Datenverfügbarkeit näherungsweise als Differenz zwischen der realen Bruttowertschöpfung der Sektoren B, C, D und E und der realen Bruttowertschöpfung des Sektors C ermittelt.

<sup>6</sup> Siehe X. Gabaix, *The Granular Origins of Aggregate Fluctuations*, *Econometrica*, Bd. 79, Nr. 3, 2011, S. 733-772, gestützt auf die Beiträge von J. B. Long Jr. und C. I. Plosser, *Real Business Cycles*, *Journal of Political Economy*, Bd. 91, Nr. 1, 1983, S. 39-69; M. Horvath, *Sectoral shocks and aggregate fluctuations*, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 45, Ausgabe 1, 2000, S. 69-106; W. Dupor, *Aggregation and irrelevance in multi-sector models*, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 43, Ausgabe 2, 1999, S. 391-409.

auslösen können.<sup>7</sup> Baqaee und Fahri, Acemoglu und Azar sowie Elliott, Golub und Leduc ergänzen diesen Rahmen zusätzlich um endogene Produktionsnetzwerke und belegen, dass die komplexen Verflechtungen der Netzwerke in Verbindung mit mikroökonomischen strukturellen Merkmalen die Ausbreitung von Schocks bestimmen.<sup>8</sup> In ihren empirischen Arbeiten zu den Industrieländern weisen Foerster, Sarte und Watson, Atalay, Garin, Pries und Sims sowie De Graeve und Schneider nach, dass sektorspezifische Schocks den größten Beitrag zu gesamtwirtschaftlichen Schwankungen leisten.<sup>9</sup> Joya und Rougier sowie Caraiani et al. untersuchen, inwiefern die wirtschaftlichen Auswirkungen sektoraler und gesamtwirtschaftlicher Schocks von den Merkmalen des Produktionsnetzwerks abhängig sind.<sup>10</sup>

**Die bestehende Fachliteratur schenkt der Prognosekraft, die die sektoralen Merkmale der Wirtschaft für Schwankungen des Konjunkturzyklus haben, relativ geringe Beachtung.** Ein erheblicher Teil der theoretischen Literatur stützt sich auf statische quantitative Modelle von Produktionsnetzwerken oder geht von einer vollständigen Ausbreitung von Schocks innerhalb eines einzelnen Betrachtungszeitraums aus. Zudem konzentriert sich die empirische Literatur vorrangig auf die Frage, inwieweit sektorale Schocks gesamtwirtschaftliche Schwankungen erklären können, ohne die Dynamik ihrer Übertragung zu analysieren. Doch jüngere Untersuchungen von Baqaee, Fahri und Rubbo auf der Grundlage dynamischer Modelle mit einer unvollständigen Durchleitung von Schocks durch lange Lieferketten zeigen, dass sich Schocks nur allmählich in der Wirtschaft ausbreiten.<sup>11</sup> Ausgehend von ihren Erkenntnissen wird in diesem Aufsatz untersucht, inwieweit sektorale Entwicklungen als Frühindikatoren für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung dienen können.<sup>12</sup>

---

<sup>7</sup> Siehe D. Acemoglu, V. M. Carvalho, A. Ozdaglar und A. Tahbaz-Salehi, The Network Origins of Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, Bd. 80, Nr. 5, 2012, S. 1977-2016.

<sup>8</sup> Siehe D. R. Baqaee und E. Farhi, The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem, *Econometrica*, Bd. 87, 2019, S. 1155-1203; D. Acemoglu und P. D. Azar, Endogenous Production Networks, *Econometrica*, Bd. 88, Ausgabe 1, 2020, S. 33-82; M. Elliott, B. Golub und M. V. Leduc, Supply Network Formation and Fragility, *American Economic Review*, Bd. 112, Nr. 8, 2022, S. 2701-47.

<sup>9</sup> Siehe A. T. Foerster, P-D. G. Sarte und M. W. Watson, Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production, *Journal of Political Economy*, Bd. 119, Nr. 1, 2011, S. 1-38; E. Atalay, How Important Are Sectoral Shocks?, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 9, Nr. 4, 2017, S. 254-280; J. Garin, M. J. Pries und E. R. Sims, The Relative Importance of Aggregate and Sectoral Shocks and the Changing Nature of Economic Fluctuations, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 10, Nr. 1, 2018, S. 119-48; F. De Graeve und J. D. Schneider, Identifying sectoral shocks and their role in business cycles, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 140, 2023, S. 124-141.

<sup>10</sup> Siehe O. Joya und E. Rougier, Do (all) sectoral shocks lead to aggregate volatility? Empirics from a production network perspective, *European Economic Review*, Bd. 113, Ausgabe C, S. 77-107; P. Caraiani, A. Dutescu, R. Hoinaru und G. O. Stănilă, Production network structure and the impact of the monetary policy shocks: Evidence from the OECD, *Economics Letters*, Bd. 193, Ausgabe C, 2020.

<sup>11</sup> Siehe D. R. Baqaee und E. Farhi, Networks, Barriers, and Trade, *Econometrica*, Bd. 92, 2024, S. 505-541; D. R. Baqaee und E. Rubbo, Micro Propagation and Macro Aggregation, *Annual Review of Economics*, Bd. 15, 2023.

<sup>12</sup> Die Vorlaufeigenschaften sektoraler Entwicklungen zu analysieren ist auch deshalb wichtig, weil harte Daten zur Wertschöpfung der einzelnen Sektoren erst mit zeitlicher Verzögerung verfügbar sind. Wenn sektorale Entwicklungen tatsächlich Vorlaufeigenschaften besitzen, rechtfertigt dies die Verwendung aktueller hochfrequenter Kurzfristindikatoren der sektoralen Produktion sowie harter sektoraler Vergangenheitsdaten zur Wertschöpfung, um die kurzfristigen Aussichten für die gesamtwirtschaftliche Aktivität zu untersuchen.

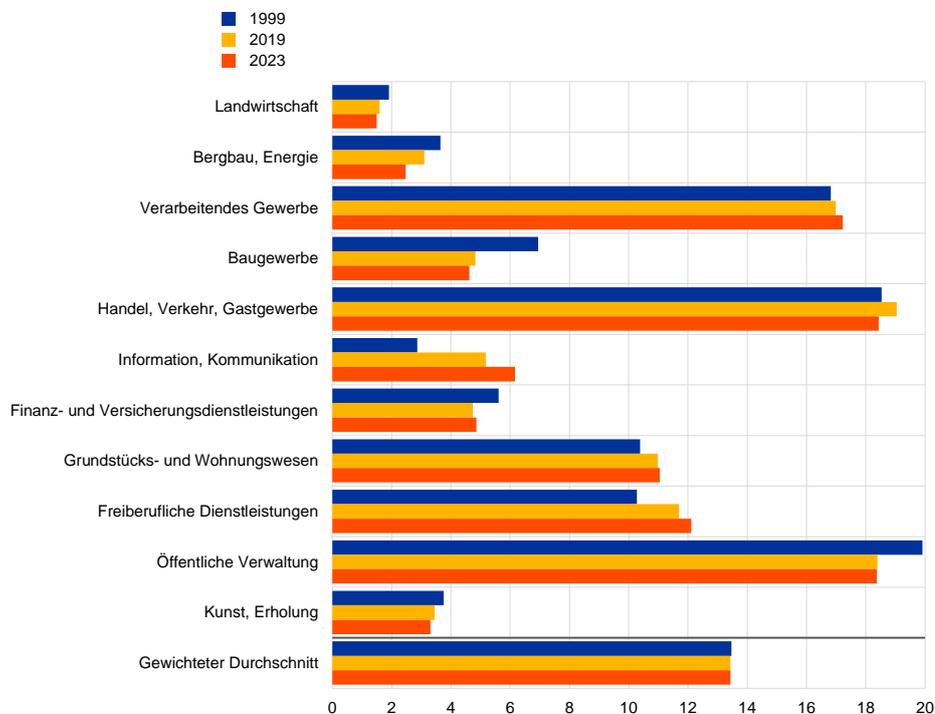
### 3 Sektorübergreifende Verlagerung der Wirtschaftstätigkeit und Konjunkturzyklus

**Zwischen 1999 und 2023 veränderte sich die sektorale Zusammensetzung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum kaum, auch wenn es phasenweise zu erheblichen sektoralen Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit kam.** Betrachtet man den Anteil der einzelnen Sektoren an der realen Bruttowertschöpfung im Euroraum in den Jahren 1999, 2019 und 2023, dann blieb die sektorale Zusammensetzung der Wirtschaftstätigkeit dort offenbar weitgehend stabil (siehe Abbildung 1). Die Rangfolge der einzelnen Sektoren nach ihrer Größe und die Konzentration der Aktivität in den einzelnen Sektoren (gemessen am gewichteten Durchschnitt der jeweiligen Sektorenanteile) blieben weitgehend gleich. Öffentliche Verwaltung, Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie das verarbeitende Gewerbe waren nach wie vor die größten Sektoren, gefolgt von freiberuflichen Dienstleistungen und dem Grundstücks- und Wohnungswesen. Lediglich in einigen kleineren Sektoren änderte sich im gleichen Zeitraum die Zusammensetzung der Wirtschaftstätigkeit deutlich. In einigen dieser Sektoren zeigte sich ein stetiger Rückgang der Aktivität. Dies war zum Beispiel im Baugewerbe der Fall, wo die Wirtschaftstätigkeit in erster Linie aufgrund der Schrumpfung des Wohnimmobilienmarkts nach der globalen Finanzkrise einbrach, sowie in den Sektoren Bergbau und Energie, insbesondere nach der jüngsten Energiekrise. Andere Sektoren verzeichneten dagegen ein stetes Wachstum, etwa der Sektor Information und Kommunikation, vor allem im Zuge der zunehmenden Digitalisierung der Wirtschaft. Allerdings wird bei diesen langfristigen Entwicklungen weitgehend übersehen, dass in bestimmten Phasen über Sektoren hinweg kurzfristige Verlagerungen der Wirtschaftsaktivität stattgefunden haben.

## Abbildung 1

### Sektorale Zusammensetzung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum

(Anteil je Sektor; in % der realen Bruttowertschöpfung)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der gewichtete Durchschnitt basiert auf dem Anteil der Sektoren an der realen Bruttowertschöpfung. Er ist ein synthetisches Maß für den Grad der sektoralen Konzentration der Wirtschaft und ähnelt einem Herfindahl-Hirschmann-Index (häufig zur Messung der Marktkonzentration auf Unternehmensebene verwendet), der auf die reale Bruttowertschöpfung der Sektoren angewandt wird.

**Während der zwei längsten Rezessionsphasen im Euroraum kam es zu relativ kurzlebigen Episoden mit erheblichen sektorübergreifenden Verlagerungen der Wirtschaftsaktivität.** Diese sektoralen Verlagerungen lassen sich anhand eines einfachen Gesamtindex darstellen, der auf vierteljährlicher Basis das absolute Gesamtausmaß der Veränderungen der Sektoranteile misst (siehe Kasten 1).<sup>13</sup> Dieser Gesamtindex steigt mit dem Ausmaß der Veränderungen der Sektoranteile und zeigt damit eine stärkere sektorübergreifende Reallokation der Wirtschaftstätigkeit an. Betrachtet man die Entwicklung des Index im Zeitraum von 1999 bis 2023, dann sieht man, dass die sektorübergreifenden Verlagerungen zweimal deutlich zunahmten: während der globalen Finanzkrise und während der Pandemie (siehe Abbildung 2).<sup>14</sup> Diese Entwicklungen lassen auf eine klare Korrelation zwischen schweren Rezessionen und starken sektorübergreifenden

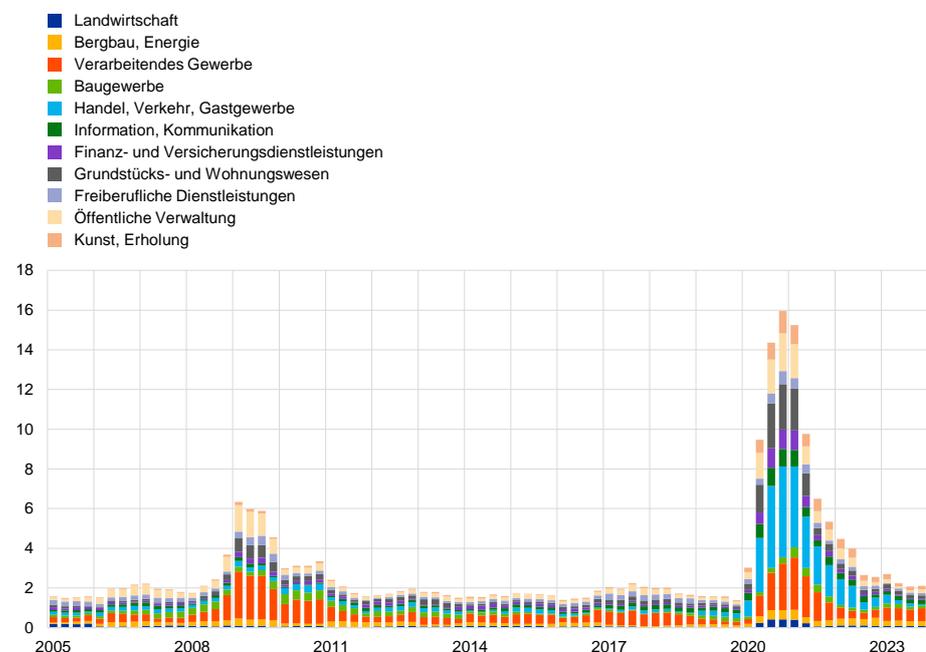
<sup>13</sup> Dieser Index der sektorübergreifenden Verlagerungen ist angelehnt an die richtungsweisende Studie von D. M. Lilien, Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment, Journal of Political Economy, Bd. 90, Nr. 4, 1982, S. 777-793, sowie an die jüngere Arbeit von G. Chodorow-Reich und J. Wieland, Secular Labor Reallocation and Business Cycles, Journal of Political Economy, Bd. 128, Nr. 6, 2020, S. 2245-2287. In diesem Aufsatz wird der Index wie von M. Tase, Sectoral dynamics and business cycles, Economics Letters, Bd. 175, 2019, S. 60-63, vorgeschlagen berechnet. Er basiert ausschließlich auf Bilanzauflösungen und stützt sich nicht auf Modellannahmen, um die Auswirkungen des Konjunkturzyklus herauszurechnen, wie dies etwa bei der Messgröße der Fall ist, die von E. R. Rissman, Measuring labor market turbulence, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Bd. 21, Nr. 3, 1997, S. 2-14 vorgeschlagen wurde.

<sup>14</sup> Ohne Irland würde der Index der sektorübergreifenden Verlagerungen eine fast identische Entwicklung wie der Index in Abbildung 2 aufweisen.

Reallokationen der Wirtschaftstätigkeit schließen. Zudem liefert der Index der sektorübergreifenden Verlagerungen Informationen über das Ausmaß der Rezessionen. Er deutet darauf hin, dass höhere Indexwerte mit stärkeren Rückgängen der Wirtschaftstätigkeit verbunden sind. Tatsächlich stieg der Index 2009 im Vorjahrsvergleich um rund 6 Prozentpunkte der realen Bruttowertschöpfung, während das reale BIP um etwa 4 % sank. Dagegen stieg er 2020 gegenüber dem Vorjahr um durchschnittlich 11 Prozentpunkte bei einem Rückgang des realen BIP um durchschnittlich rund 6 %. Diese Korrelation zwischen dem Ausmaß der sektorübergreifenden Verlagerungen und der Schwere der Rezessionen beruht in erster Linie auf der Neuausrichtung der Wirtschaftstätigkeit *innerhalb* des Dienstleistungssektors, die sich während der Pandemie vollzog.<sup>15</sup>

## Abbildung 2 Sektorübergreifende Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum

(Veränderungen gegen Vorjahr und Beiträge der Sektoren; in Prozentpunkten der realen Bruttowertschöpfung)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Balken stellen den absoluten Wert der Veränderungen des Anteils jedes Sektors an der gesamten realen Bruttowertschöpfung im Vergleich zum Vorjahr dar. Konstruktionsbedingt summieren sich die tatsächlichen Veränderungen (nicht die absoluten Zahlen) über die Sektoren hinweg zu jedem Zeitpunkt auf den Wert null. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

## Die sektorübergreifenden Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit spiegeln eine Reallokation der Wirtschaftstätigkeit zwischen und innerhalb von Ländern

<sup>15</sup> Ein weniger detaillierter Index der sektorübergreifenden Verlagerungen, der sich nur aus Industrie und marktbestimmten Dienstleistungen zusammensetzt, würde die Stärke der Korrelation nicht wiedergeben, da er die Reallokation der Wirtschaftstätigkeit innerhalb des Dienstleistungssektors während der Pandemie nicht berücksichtigen würde. Vielmehr würde er für die globale Finanzkrise und die Pandemie einen ähnlichen Anstieg aufweisen. Zur konjunkturtreibenden Rolle der kontaktintensiven Dienstleistungen nach der Pandemie siehe EZB, [Die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren und Ländern während der Corona-Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2021; EZB, [Wirtschaftliche Entwicklungen und Aussichten für kontaktintensive Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 7/2021; EZB, [Wie zeigen sich die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft in den Ländern des Euroraums und den einzelnen Wirtschaftssektoren?](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 6/2023.

**wider.** Der Gesamtindex der sektorübergreifenden Verlagerungen lässt sich in Indizes sektorübergreifender Verlagerungen zwischen Ländern und Indizes sektorübergreifender Verlagerungen innerhalb von Ländern unterteilen (siehe Kasten 1).<sup>16</sup> Betrachtet man das absolute Ausmaß der sektorübergreifenden Verlagerungen, wie es am Gesamtindex abzulesen ist, so misst der Index der Verlagerungen zwischen Ländern die Reallokation der Wirtschaftstätigkeit von einem Land zu einem anderen, wobei von unveränderten Sektoranteilen ausgegangen wird. Der Index der Verlagerungen innerhalb von Ländern erfasst dagegen Verschiebungen der Wirtschaftstätigkeit von einem Sektor zu einem anderen, wobei unveränderte Länderanteile unterstellt werden.<sup>17</sup> Der Index der Verlagerung zwischen Ländern könnte daher Schocks anzeigen, die länderübergreifende Asymmetrien auslösen. Dies sind Schocks, die zu einer Verlegung von Produktionsprozessen in andere Länder führen, um durch Spezialisierung und komparative Vorteile Effizienzsteigerungen zu erzielen. Gleichzeitig verursachen sie jedoch hohe Anpassungskosten und vollziehen sich daher in der Regel nur graduell.<sup>18</sup> Dagegen könnte der Index der Verlagerungen innerhalb von Ländern Schocks widerspiegeln, die zu sektorübergreifenden Asymmetrien führen. Durch solche Schocks verändert sich der Einsatz von Produktionsfaktoren in den verschiedenen Sektoren, etwa weil Unternehmen während einer Krise die geleisteten Arbeitsstunden und die Kapitalauslastung anpassen müssen und diese Änderungen dann im Zuge einer Verbesserung der Wirtschaftslage wieder zurücknehmen. Die empirische Analyse in Kasten 1 scheint diese Interpretation zu bestätigen. Demnach haben unerwartete Veränderungen der sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen Ländern bzw. innerhalb von Ländern anhaltende positive bzw. negative Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit.<sup>19</sup> Tatsächlich weisen die beiden Indizes in den Jahren 1999 bis 2023 eine höchst unterschiedliche Dynamik auf. Dies könnte bedeuten, dass sie in Bezug auf Schwankungen der Wirtschaftstätigkeit eine unterschiedliche Vorhersagekraft besitzen (siehe Abbildung 3). Der Index der Verlagerung innerhalb von Ländern beeinflusst maßgeblich den Gesamtindex und korreliert eng mit dem Auftreten von Rezessionen. Der Index der Verlagerungen zwischen Ländern weist dagegen deutlich geringere Veränderungen auf. Er steigt tendenziell in Erholungsphasen an, beispielsweise im Zeitraum zwischen der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise und dann wieder vor und nach der Pandemie, wobei er sich

<sup>16</sup> In einem anderen Zusammenhang diente eine ähnliche Bilanzaufschlüsselung als Erklärung für den langfristigen Rückgang der Lohnquote; siehe L. Karabarbounis und B. Neiman, *The Global Decline of the Labor Share*, *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 129, Ausgabe 1, 2014, S. 61-103.

<sup>17</sup> Diese Methode ermöglicht die Identifizierung symmetrischer Schocks sowie länder- und sektorübergreifender asymmetrischer Schocks. Damit leistet sie einen Beitrag zur Literatur über die Beurteilung der Bedeutung sektoraler und gesamtwirtschaftlicher Schocks als Triebkräfte makroökonomischer Schwankungen; siehe beispielsweise Foerster et al., a. a. O.; Garin et al., a. a. O.; EZB, *Abgrenzung von gesamtwirtschaftlichen und sektoralen Schocks*, Kasten 3, *Wirtschaftsbericht* 3/2020.

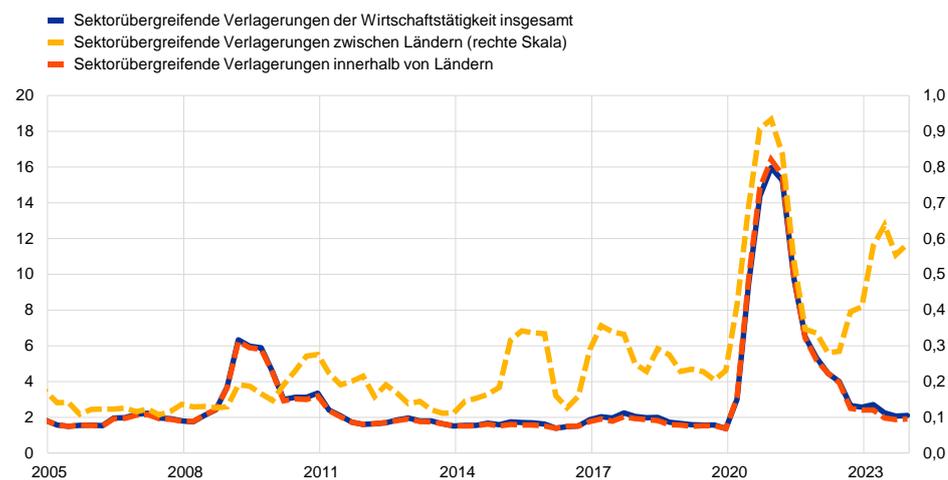
<sup>18</sup> Bei ihrer Erörterung des langfristigen Rückgangs der Lohnquote kommen Karabarbounis und Neiman, a. a. O., zu dem Schluss, dass sich Veränderungen der Lohnquote im Zeitverlauf und zwischen Ländern zu großen Teilen durch Reallokationen innerhalb von Sektoren erklären lassen, wohingegen Reallokationen zwischen Sektoren die Lohnquote relativ wenig beeinflussen. Auf der Grundlage dieser Dynamik argumentieren die Autoren, dass Verlagerungen zwischen Sektoren mit langfristigen Entwicklungen wie der allgemeinen Globalisierung zusammenhängen könnten.

<sup>19</sup> Diese Interpretation deckt sich auch mit empirischen Belegen und der theoretischen Fundierung von Garin et al., a. a. O. Sie zeigen, dass Schocks, die durch sektorübergreifende Reallokationsschocks beim Arbeitskräfteangebots entstehen – unabhängig von der Richtung der Reallokation – einen Beschäftigungsabbau und damit einen Produktionsrückgang auslösen.

jedoch, genau wie der Index der Verlagerung innerhalb von Ländern, auch während der Pandemie merklich erhöhte.<sup>20</sup>

**Abbildung 3**  
 Sektorübergreifende Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum zwischen und innerhalb von Ländern

(Veränderungen gegen Vorjahr und Beiträge; in % und in Prozentpunkten der realen Bruttowertschöpfung)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen Ländern stellen das absolute Ausmaß der jährlichen Veränderungen der Sektoranteile an der realen Bruttowertschöpfung dar, die sich durch länderübergreifende Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit erklären lassen, wobei unterstellt wird, dass die sektorale Zusammensetzung der Wirtschaftstätigkeit innerhalb der einzelnen Länder unverändert bleibt. Die sektorübergreifenden Verlagerungen innerhalb von Ländern stellen das absolute Ausmaß der jährlichen Veränderungen der Sektoranteile an der realen Bruttowertschöpfung dar, die sich durch Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit zwischen Sektoren innerhalb eines Landes erklären lassen, wobei unterstellt wird, dass die Länderzusammensetzung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum unverändert bleibt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

**Ein empirisches Modell zeigt, dass die beiden größten Rezessionen im Euroraum vorrangig auf sektorübergreifende asymmetrische Schocks zurückzuführen waren.**

Das Modell ermöglicht eine Aufschlüsselung der Beiträge symmetrischer Schocks und asymmetrischer länder- und sektorübergreifender Schocks auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität (siehe Kasten 1). Zu diesem Zweck wird in dem Modell unterstellt, dass sich symmetrische Schocks nur auf das reale BIP auswirken, wohingegen asymmetrische Schocks Veränderungen sowohl des realen BIP als auch der sektorübergreifenden Verlagerungen bewirken.<sup>21</sup> Vor allem bietet das Modell den Vorteil, dass aus den Daten hervorgeht, in welche Richtung die Reaktion des realen BIP auf asymmetrische Schocks erfolgt. Das Modell legt den

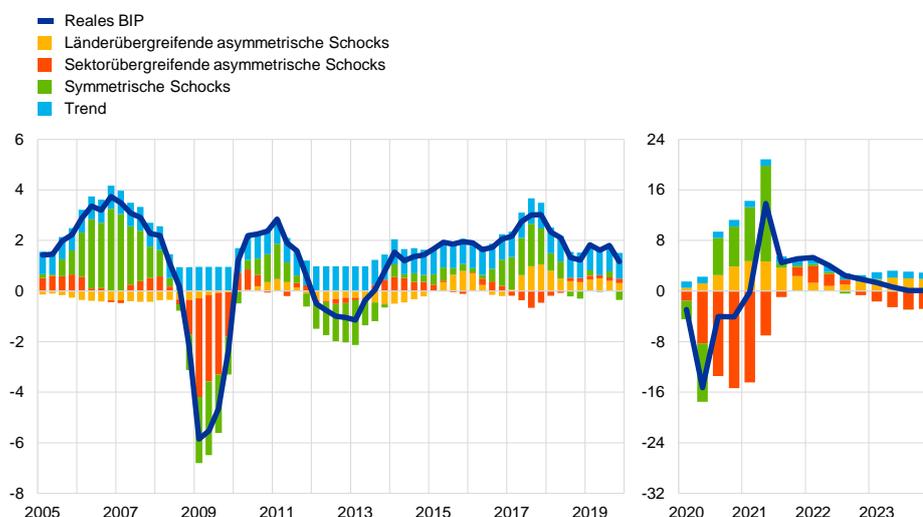
<sup>20</sup> Der Index der Verlagerungen zwischen Ländern für den Euroraum insgesamt steigt mehrere Male an, insbesondere in den Jahren 2011, 2015, 2017 und dann wieder 2022 und 2023. Hauptursachen sind erhebliche Verschiebungen im deutschen und irischen verarbeitenden Gewerbe sowie im irischen Informations- und Kommunikationssektor, aber auch Reallokationen in den Bereichen Handel, Verkehr und Gastgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen und öffentliche Verwaltung in den größten Ländern. Ohne Irland wäre die Dynamik des Index der sektorübergreifenden Verlagerungen innerhalb von Ländern fast identisch mit der des Index in Abbildung 3. Der Index der sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen Ländern würde dagegen weniger ausgeprägte, aber immer noch erhebliche Anstiege in den Jahren 2011, 2015 und 2017 (bedingt durch Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie das verarbeitende Gewerbe) sowie in den Jahren ab 2020 (auch bedingt durch Grundstücks- und Wohnungswesen und öffentliche Verwaltung) aufweisen. Darin kommen die Beiträge der größten Länder zum Ausdruck.

<sup>21</sup> Diese Identifikationsstrategie impliziert, dass asymmetrische und symmetrische Schocks Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit zwischen Ländern und Sektoren *zur Folge haben* oder nicht. Die Identifikationsstrategie zielt also nicht darauf ab, ob asymmetrische oder symmetrische Schocks in einem bestimmten Land oder Sektor *entstehen*. Anders ausgedrückt werden die Schocks auf der Grundlage ihrer Auswirkungen (ex post) und nicht anhand ihrer Ursachen (ex ante) identifiziert.

Schluss nahe, dass länderübergreifende asymmetrische Schocks dauerhafte positive und sektorübergreifende asymmetrische Schocks dauerhafte negative Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit auslösen. Damit bestätigt es, dass sektorübergreifende Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern wichtige Frühindikatoren der gesamtwirtschaftlichen Aktivität sind. Nutzt man das Modell zur Interpretation von Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Aktivität, dann zeigt sich, dass symmetrische Schocks im Zeitverlauf eine relativ große Rolle spielten, insbesondere während der Staatsschuldenkrise. Dagegen war ein erheblicher Teil der wirtschaftlichen Rezessionen während der globalen Finanzkrise und in stärkerem Maße während der Pandemie durch sektorübergreifende asymmetrische Schocks zu erklären. Dies deutet darauf hin, dass die sektorübergreifende Dynamik eine große Bedeutung für den Konjunkturzyklus im Euroraum hatte als die länderübergreifende (siehe Abbildung 4).<sup>22</sup> Mit Blick auf die Zukunft impliziert dies, dass sich der Einfluss länder- und sektorübergreifender asymmetrischer Schocks auf die Wirtschaftstätigkeit mit den nachlassenden Auswirkungen der Pandemie weitgehend gegenseitig aufheben dürften. Somit ist auf kurze Sicht mit einer insgesamt moderaten Dynamik zu rechnen.<sup>23</sup>

**Abbildung 4**  
Veränderungen des realen BIP im Euroraum durch sektorübergreifende Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern

(Veränderungen gegen Vorjahr; in % und in Prozentpunkten, berechnet als logarithmierte Abweichungen multipliziert mit 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die jährlichen Veränderungen des (logarithmierten) Niveaus des realen BIP und die Beiträge unerwarteter Veränderungen (Schocks) durch sektorübergreifende Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit zwischen und innerhalb von Ländern im Euroraum auf Basis eines geschätzten empirischen Modells. Einzelheiten zur Schätzung des empirischen Modells sind in Kasten 1 dargelegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

<sup>22</sup> Dieses Ergebnis deckt sich mit empirischen und theoretischen Belegen, die zeigen, dass ein länderspezifischer finanzieller Schock eine Synchronisierung des Konjunkturzyklus in Ländern mit integrierten Finanzmärkten bewirkt. Siehe A. Cesa-Bianchi, J. Imbs und J. Saleheen, Finance and synchronization, Journal of International Economics, Bd. 116, 2019, S. 74-87.

<sup>23</sup> Ein Ausschluss Irlands und/oder der Zeit nach der Pandemie aus der Analyse wirkt sich nicht wesentlich auf diese Ergebnisse aus.

## Kasten 1

### Abgrenzung der konjunkturellen Auswirkungen sektorübergreifender Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit zwischen und innerhalb von Ländern

Niccolò Battistini und Johannes Gareis

Der folgende Kasten untersucht, wie sich die Allokation der Wirtschaftstätigkeit auf die einzelnen Sektoren im Zeitverlauf verändert, und geht der Frage nach, welcher Zusammenhang zwischen dieser sektoralen Dynamik und dem Konjunkturzyklus im Euroraum besteht. Zunächst wird erläutert, mit welcher Methode ein einfacher Index der sektoralen Dynamik auf der Grundlage sektorübergreifender Veränderungen der Wirtschaftsaktivität im Euroraum erstellt wurde. Dann wird gezeigt, wie dieser Index in zwei Komponenten zerlegt werden kann, die sektorübergreifende Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern des Euroraums abbilden. Demnach lässt sich die Dynamik möglicherweise so interpretieren, dass sie durch länder- bzw. sektorübergreifende asymmetrische Schocks beeinflusst wird. Um diese Interpretation zu bestätigen, wird im Kasten ein empirisches Modell herangezogen mit dem Ziel, die Auswirkungen symmetrischer und (länder- und sektorübergreifender) asymmetrischer Schocks auf die Wirtschaftstätigkeit zu schätzen.

Mittels eines einfachen Index können sowohl das Ausmaß der sektorübergreifenden Reallokation wirtschaftlicher Aktivität im Euroraum als auch die Aufschlüsselung zwischen und innerhalb von Ländern gemessen werden. Der Index der sektoralen Dynamik wird berechnet als Summe des absoluten Werts der Veränderungen der Sektoranteile aller Sektoren an der realen Bruttowertschöpfung im Eurogebiet innerhalb von zwei aufeinanderfolgenden Quartalen.<sup>24</sup> Je größer der Index, desto deutlicher sind damit auch die Veränderungen der sektoralen Zusammensetzung der Wirtschaft. Jede sektorale Veränderung lässt sich wiederum in zwei weitere Komponenten aufschlüsseln. Die erste Komponente zeigt, wie sich der Anteil jedes Landes an der Wirtschaft im Euroraum verändert (wobei ein konstanter landesspezifischer Anteil unterstellt wird). Die zweite Komponente zeigt, wie sich der sektorale Anteil jedes Landes verändert (wobei ein konstanter Länderanteil an der Wirtschaft im Euroraum unterstellt wird).<sup>25</sup> Anders ausgedrückt: Die erste und die zweite Komponente verdeutlichen die durch die Reallokation von Wirtschaftstätigkeit beeinflussten sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen bzw. innerhalb von Ländern. Wie in Abschnitt 3 besprochen weisen die Indizes der sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern jeweils eine höchst unterschiedliche Dynamik auf. Der erstgenannte Index wird hauptsächlich mit Erholungsphasen in Verbindung gebracht, der letztgenannte mit Rezessionen. Folglich können sie als Indikatoren für Reallokationen der Wirtschaftsaktivität interpretiert werden, die durch länder- bzw. sektorübergreifende asymmetrische Schocks mit positiven bzw. negativen Implikationen für die wirtschaftliche Tätigkeit ausgelöst werden.

<sup>24</sup> Konstruktionsbedingt ergäbe die Summe der gleichen Veränderungen null, wenn sie nicht als absolute Werte angegeben würden.

<sup>25</sup> Der Index der sektorübergreifenden Verlagerungen insgesamt ( $\sigma_t$ ) wird berechnet als  $\sigma_t = \sum_s |\Delta\omega_{s,t}|$ , und die Komponenten der Verlagerungen zwischen Ländern ( $\sigma_{b,t}$ ) und innerhalb von Ländern ( $\sigma_{w,t}$ ) werden berechnet als  $\sigma_{b,t} = \sum_s |\sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t}|$  und  $\sigma_{w,t} = \sum_s |\sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}|$ . Dabei stehen  $\omega_{s,t}$ ,  $\omega_{c,t}$  und  $\omega_{c,s,t}$  für den Anteil von Sektor  $s$  an der realen Bruttowertschöpfung im Euroraum, den Anteil von Land  $c$  an der realen Bruttowertschöpfung im Euroraum bzw. den Anteil von Sektor  $s$  an der realen Bruttowertschöpfung in Land  $c$  in jedem Quartal  $t$ . Darüber hinaus stellen die Symbole  $\Delta$  und  $\mu$  die Veränderung und die Summe der darauffolgend genannten Variable in Quartal  $t - 1$  bzw.  $t$  dar. Aufgrund der verwendeten absoluten Werte und der Bilanzgleichung  $\sum_s \Delta\omega_{s,t} = \sum_s (\sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t} + \sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}) = \sum_s \sum_c \mu\omega_{c,s,t} \Delta\omega_{c,t} + \sum_s \sum_c \mu\omega_{c,t} \Delta\omega_{c,s,t}$  ist die Summe der beiden Komponenten stets größer oder gleich dem Index. Die Berechnung des Index der sektorübergreifenden Verlagerungen insgesamt erfolgt gemäß Tase, a. a. O. Die Aufschlüsselung des Index in die Komponenten der Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern erfolgt gemäß einer analogen Methode, die von Karabarbounis und Neiman, a. a. O., auf die Lohnquote angewendet wurde.

Ein empirisches Modell zeigt, wie unterschiedlich stark länder- und sektorübergreifende asymmetrische Schocks den Konjunkturzyklus des Euroraums beeinflussen. Es handelt sich um ein mit bayesianischen Methoden geschätztes strukturelles Vektorautoregressionsmodell zu den aggregierten Ergebnissen für den Euroraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2023.<sup>26</sup> Die Basisversion des Modells umfasst den Index der sektorübergreifenden Verlagerungen insgesamt sowie das reale BIP. Die erweiterte Version beinhaltet die beiden Indizes der sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern sowie das reale BIP. Zur Ermittlung der wirtschaftlichen Auswirkungen symmetrischer und asymmetrischer Schocks wird im Modell davon ausgegangen, dass positive symmetrische Schocks das reale BIP steigern und nicht zu Veränderungen der sektorübergreifenden Verlagerungen führen, während positive asymmetrische Schocks die sektorübergreifenden Verlagerungen verstärken und das reale BIP positiv wie auch negativ beeinflussen können. Laut dem Basismodell (siehe Abbildung A, Grafik a) reduzieren die gesamten asymmetrischen Schocks das reale BIP zum Zeitpunkt des Eintretens im Schnitt um mehr als 0,3 %, am tiefsten Punkt um etwa 0,4 % und mittelfristig um rund 0,3 %.<sup>27</sup> Dem erweiterten Modell zufolge (siehe Abbildung A, Grafiken b und c) verbergen sich hinter diesen Ergebnissen gegenläufige Effekte sektorübergreifender asymmetrischer Schocks einerseits, die im Vergleich zu den gesamten asymmetrischen Schocks stärkere negative Auswirkungen nach sich ziehen, und länderübergreifender asymmetrischer Schocks andererseits, die stattdessen einen anhaltenden und zunehmenden Aufwärtsdruck auf das reale BIP ausüben, der nach fünf Jahren im Durchschnitt bei knapp 0,6 % liegt. Folglich scheinen sektorübergreifende Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit innerhalb von Ländern mit Rezessionen verbunden zu sein, wohingegen Reallokationen zwischen Ländern zu einer anhaltenden Zunahme der Wirtschaftstätigkeit führen. Insgesamt lassen diese Ergebnisse den Schluss zu, dass die sektorübergreifenden Verlagerungen zwischen und innerhalb von Ländern kurzfristig von erheblicher Bedeutung für Schwankungen des Konjunkturzyklus sind.

---

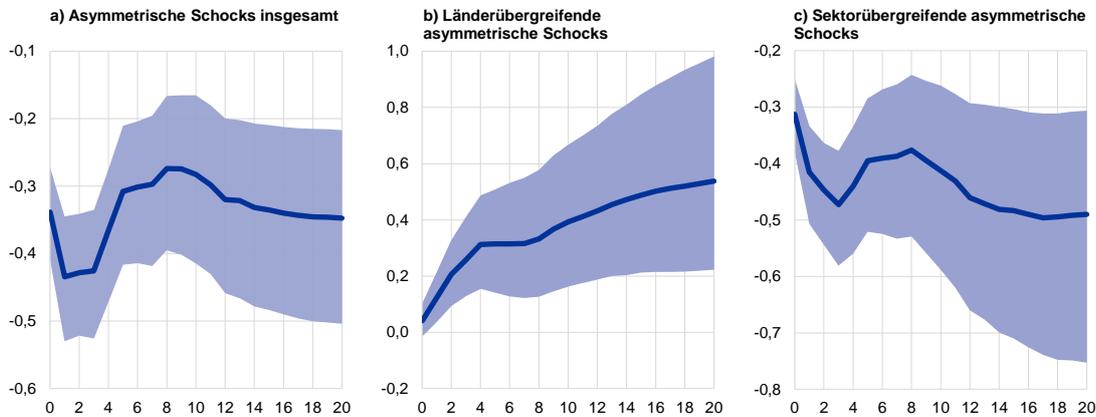
<sup>26</sup> Die Modelle verwenden Daten für den Euroraum insgesamt und tragen der ausgeprägten Volatilität der makroökonomischen Daten im Jahr 2020 dadurch Rechnung, dass sie vom ersten bis zum vierten Quartal 2020 eine pandemiebedingte Heteroskedastizitätsanpassung anwenden. Siehe M. Lenza und G. Primiceri, How to estimate a vector autoregression after March 2020, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 37, Ausgabe 4, 2022, S. 688-699.

<sup>27</sup> Diese Ergebnisse entsprechen qualitativ und quantitativ jenen von Tase, a. a. O., und sind gegenüber dem Ausschluss von Irland und/oder der Zeit nach der Pandemie robust.

## Abbildung A

### Durchschnittliche Auswirkungen asymmetrischer Schocks auf das reale BIP im Euroraum

(x-Achse: Quartale; y-Achse: Prozentwerte, berechnet als logarithmierte Abweichungen mal 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Diagramme in Grafik a, b und c zeigen die dynamischen Auswirkungen eines Schocks in Höhe einer Standardabweichung bei den Verlagerungen der sektoralen Anteile insgesamt, zwischen Ländern und innerhalb von Ländern auf das logarithmierte Niveau des realen BIP gegenüber dem Vorquartal, das 0,36, 0,04 bzw. 0,32 Prozentpunkten der realen Bruttowertschöpfung entspricht. Die durchgezogene Linie stellt den Median dar, die schattierten Bereiche kennzeichnen das jeweilige Kreditibilitätsintervall von 68 %. Das strukturelle Vektorautoregressionsmodell wird mit bayesianischen Methoden vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2023 geschätzt, einschließlich zwölf Verzögerungen und einem Minnesota-Prior mit Bereinigung der Daten vom ersten bis zum vierten Quartal 2020 um die pandemiebedingte Heteroskedastizität (siehe Lenza und Primiceri, a. a. O.).

## 4 Granulare sektorale Entwicklungen und Konjunkturzyklus

**Sektorübergreifende Verlagerungen, die am bereits genannten Gesamtindex gemessen werden, haben auf kurze Sicht bedeutsame Auswirkungen auf den Konjunkturzyklus. Aber auch die Dynamik der einzelnen Sektoren liefert nützliche Informationen.** Diese granulare Sektordynamik ist wichtig, denn ihre Eigenschaft als Frühindikator wird durch spezifische Merkmale wie die relative Größe eines Sektors, seine Volatilität oder seine Sensibilität gegenüber gesamtwirtschaftlichen Schocks beeinflusst. Zudem sind die Sektoren durch Input-Output-Verflechtungen miteinander verbunden. Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit, die einen konkreten Sektor betreffen, können sich daher kaskadenartig auf andere Sektoren auswirken und zu makroökonomischen Schwankungen führen. Dies gilt insbesondere dann, wenn der vom Schock betroffene Sektor eine zentrale Stellung innerhalb der Produktionsstruktur der Wirtschaft innehat.

**Die Sektoren verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie freiberufliche Dienstleistungen fungieren jeweils einzeln als Frühindikatoren der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit im Euroraum.** Um die Vorlaufeigenschaften der Wirtschaftsaktivität in den elf Sektoren der Wirtschaft des Euroraums zu messen, wird anhand eines Vektorautoregressionsmodells beurteilt, ob sich die Aktivität in einem Sektor zur Vorhersage des realen BIP eignet. Das Modell basiert auf der „Priorität der Granger-Kausalität“, die die indirekten Effekte zwischen der Wirtschaftstätigkeit in den einzelnen Sektoren und anderen makroökonomischen Variablen berücksichtigt. Mithilfe des Modells wird die Wahrscheinlichkeit geschätzt, mit der die wirtschaftliche Aktivität in einem Sektor das

reale BIP besser vorhersagen lässt als umgekehrt.<sup>28</sup> Eine hohe Wahrscheinlichkeit bedeutet, dass die Wirtschaftstätigkeit in einem Sektor für die Vorhersage des realen BIP sehr wichtig ist. Laut den Ergebnissen des Modells eignen sich die Sektoren verarbeitendes Gewerbe, Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie die freiberuflichen Dienstleistungen am besten zur Vorhersage des realen BIP. Dies gilt sowohl für die Stichprobe aus der Zeit vor der Pandemie als auch für die gesamte Stichprobe (siehe Abbildung 5). Darüber hinaus fungiert auch die Wirtschaftstätigkeit im Baugewerbe tendenziell als Frühindikator für die Wirtschaftstätigkeit insgesamt, während andere Sektoren anscheinend nicht sehr relevant sind. Allerdings lassen die geschätzten Wahrscheinlichkeiten für die Stichprobe einschließlich der Zeit nach der Pandemie darauf schließen, dass auch die Sektoren öffentliche Verwaltung sowie Kunst und Erholung als Frühindikatoren wichtig sind. Dieses Ergebnis zeigt, dass diese Branchen in der Zeit nach der Pandemie starken und symmetrischen Schwankungen unterlagen, die anhaltende Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft hatten.<sup>29</sup> Doch mit dem Nachlassen der Pandemieeffekte dürfte sich die Bedeutung dieser Sektoren als Frühindikatoren künftig wieder abschwächen.

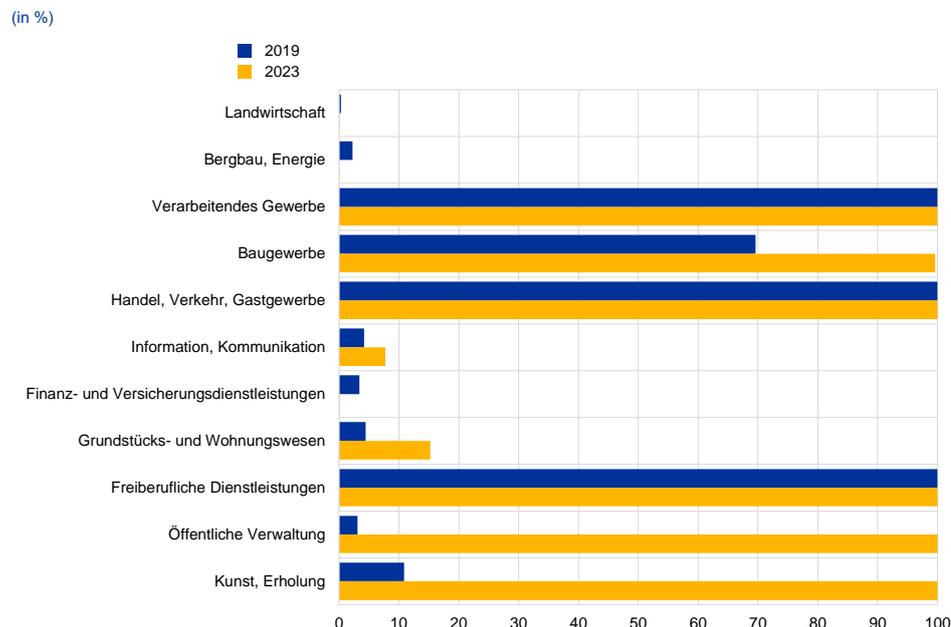
---

<sup>28</sup> Zu diesem Zweck arbeitet das Modell mit der Musterfunktion einer ungewichteten (Auto-)Korrelation zwischen allen Variablen. Daher kann die geschätzte Priorität der Granger-Kausalität nicht strukturell interpretiert werden, denn das Modell sagt nichts über die zugrunde liegenden Ursachen der verschiedenen Vorlaufeigenschaften der Sektoren aus. Siehe M. Jarociński und B. Maćkowiak, Granger Causal Priority and Choice of Variables in Vector Autoregressions, *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, Bd. 99, Nr. 2, 2017, S. 319-329.

<sup>29</sup> Siehe EZB, [Wie zeigen sich die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft in den Ländern des Euroraums und den einzelnen Wirtschaftssektoren?](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 6/2023.

## Abbildung 5

### Vorlaufbeziehung zwischen sektoraler Wirtschaftstätigkeit und realem BIP im Euroraum



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

Anmerkung: Die Grafik zeigt die geschätzte Wahrscheinlichkeit, dass das reale BIP keine Priorität der Granger-Kausalität in Bezug auf die sektorale Wirtschaftstätigkeit aufweist. Dazu werden zwei Stichproben herangezogen, die im ersten Quartal 1999 beginnen und im vierten Quartal 2019 (blaue Balken) bzw. im vierten Quartal 2023 (gelbe Balken) enden. Das empirische Modell folgt der Methode von Jarczyński und Maćkowiak (siehe Fußnote 28). Neben dem realen BIP im Euroraum und der realen Bruttowertschöpfung in den elf Sektoren fließen auch der HVPI, der Dreimonats-EURIBOR, die Ölpreise, der effektive Wechselkurs des Euro und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte umfragebasierte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung in das Modell ein. Mit Ausnahme der Zinssätze und des Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung fließen alle Variablen logarithmiert in das Modell ein.

### Die Wirtschaftszweige im Euroraum unterscheiden sich im Hinblick auf ihre Position innerhalb der Produktionsstruktur erheblich voneinander. Intuitiv ist

anzunehmen, dass die Vorlaufeigenschaft eines Sektors von seiner „Zentralität“ in der Wirtschaft abhängt, also davon, inwieweit er eine zentrale Position innerhalb des Produktionsnetzwerks einer Volkswirtschaft einnimmt und daher eine wichtige Ursache oder ein wichtiger Übertragungskanal für Schocks sein kann. Diese Zentralität lässt sich auf unterschiedliche Weise anhand von Input-Output-Tabellen messen. Eine Zentralität erster Ordnung zeigt die direkten Verbindungen eines Sektors, der Inputfaktoren anderer Sektoren nutzt oder ihnen diese anbietet. Eine Zentralität zweiter Ordnung quantifiziert die direkten und indirekten Verbindungen über das gesamte sektorale Netzwerk hinweg. Im Sinne der Zentralität zweiter Ordnung kann ein Sektor somit auch dann zentral sein, wenn er nur wenige Verbindungen zu anderen wichtigen Sektoren aufweist. Berechnungen auf der Grundlage der FIGARO-Input-Output-Tabellen von Eurostat zeigen, dass das verarbeitende Gewerbe der zentralste Wirtschaftssektor im Euroraum ist, und zwar sowohl gemessen an der Zentralität erster Ordnung als auch an der Zentralität

zweiter Ordnung (siehe Abbildung 6, Grafiken a und b).<sup>30</sup> Neben dem verarbeitenden Gewerbe weisen auch die Sektoren Handel, Verkehr und Gastgewerbe eine relativ hohe Zentralität erster und zweiter Ordnung auf. Das Baugewerbe hingegen hat – gemessen an der Out-Degree- und der In-Degree-Zentralität (ausgehende bzw. eingehende Verbindungen) erster Ordnung – relativ wenige direkte Verbindungen zu anderen Sektoren (weist also eine geringe Zentralität erster Ordnung auf). Gemessen an der Zentralität zweiter Ordnung ist er jedoch ein sehr zentraler Sektor, denn er ist mit anderen wichtigen Sektoren wie dem verarbeitenden Gewerbe verbunden. Die Sektoren mit der geringsten Zentralität erster wie auch zweiter Ordnung innerhalb der Produktionsstruktur des Euroraums sind die Landwirtschaft sowie Kunst und Erholung.

---

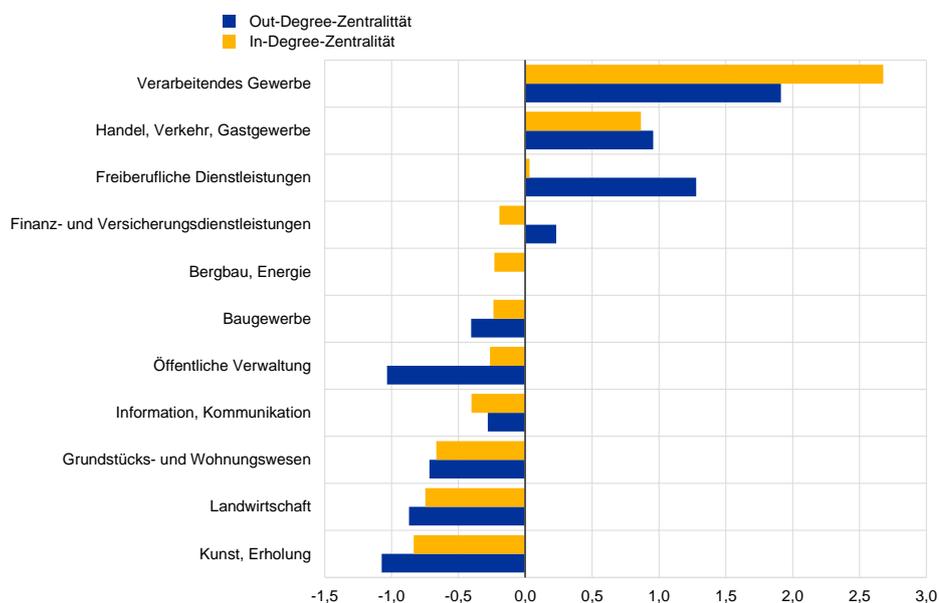
<sup>30</sup> Die FIGARO-Input-Output-Tabellen von Eurostat enthalten Informationen über Produktionsverbindungen zwischen den Positionen mit zweistelliger Kennung gemäß NACE Rev. 2, die 64 Teilsektoren und 46 Länder abdecken, und sind von 2010 bis 2021 jährlich verfügbar. Die binnenwirtschaftlichen Input-Output-Tabellen für den Euroraum für die 64 Teilsektoren werden zu den elf Hauptsektoren aggregiert, und es werden Messgrößen der Zentralität erster und zweiter Ordnung erstellt. Die Maße für die Out-Degree- und In-Degree-Zentralität erster Ordnung von Sektor  $i$  werden definiert als die Bedeutung von Sektor  $i$  als Produzent und Nutzer für alle anderen Sektoren. Sie werden berechnet als  $foC_i = \sum_j a_{ij}$  bzw.  $fiC_i = \sum_j b_{ij}$ , wobei  $a_{ij}$  die Nutzung der Inputfaktoren von Sektor  $i$  durch Sektor  $j$  in Relation zur Gesamtproduktion von Sektor  $j$  angibt und  $b_{ij}$  die Nutzung der Inputfaktoren von Sektor  $i$  durch Sektor  $j$  in Relation zur Gesamtproduktion von Sektor  $i$ . Die Zentralität zweiter Ordnung wird anhand der PageRank-Zentralität gemessen. Sie misst die Bedeutung von Sektor  $i$  als Produzent und Nutzer für alle übrigen Sektoren und wird berechnet als  $sc_i = (I - \delta A)^{-1} \mathbf{1}_i$ , wobei  $\delta$  den Dämpfungsfaktor darstellt (d. h. die Wahrscheinlichkeit, dass ein Random Walk einer Verbindung folgt),  $A$  die Matrix mit den Elementen  $a_{ij}$  (siehe vorherige Fußnote) und  $I$  und  $\mathbf{1}_i$  die Identitätsmatrix bzw. die (standardisierten) Auswahlvektoren. Siehe Acemoglu et al., a. a. O., sowie Joya und Rougier, a. a. O. Unter den Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes auf der zweistelligen Ebene der NACE Rev. 2 weist der Automobilssektor die höchste Zentralität zweiter Ordnung auf, gefolgt von der Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln, Getränken und Tabakwaren sowie dem Maschinenbau.

## Abbildung 6

### Position von Sektoren innerhalb der wirtschaftlichen Produktionsstruktur des Euroraums

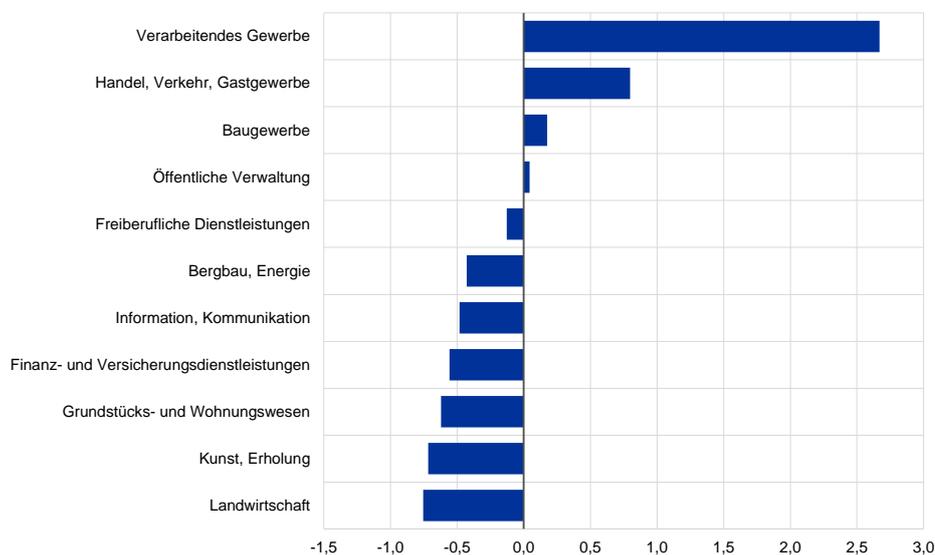
#### a) Zentralität erster Ordnung

(Standardabweichung)



#### b) Zentralität zweiter Ordnung

(Standardabweichung)



Quellen: FIGARO und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt standardisierte Werte mit einem Mittelwert von null und einer Standardabweichung von eins für die Durchschnittswerte der Zentralität erster und zweiter Ordnung für die verfügbaren Daten von 2010 bis 2021. Die Zentralität erster Ordnung wird anhand der In-Degree- und Out-Degree-Zentralität (ein- und ausgehende Verbindungen) gemessen, die Zentralität zweiter Ordnung anhand der PageRank-Zentralität. Die Sektoren werden nach dem Grad der Zentralität sortiert, wobei der Sektor mit der höchsten Zentralität an erster Stelle steht. In Grafik a bezieht sich diese Sortierung auf die In-Degree-Zentralität.

**Ein formaler Test bestätigt, dass die Vorlaufeigenschaften der Sektoren verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie freiberufliche Dienstleistungen mit der zentralen Position dieser Sektoren innerhalb der Wirtschaft des Euroraums zusammenhängen. Um**

formal zu prüfen, ob sich die Bedeutung der sektoralen Aktivität für die Vorhersage des realen BIP durch die Zentralität erklären lässt, wird für die zehn größten Euro-Länder eine Querschnittsregression erstellt. Dabei werden die Vorlaufeigenschaften der Sektoren zu ihren verschiedenen Zentralitätsmaßen in Bezug gesetzt und auch ihre relative Größe und Volatilität berücksichtigt.<sup>31</sup> Die Ergebnisse zeigen, dass die verschiedenen Zentralitätsmaße bei der Stichprobe aus der Zeit vor der Pandemie positiv und statistisch signifikant mit der Vorlaufeigenschaft eines Sektors korrelieren. Die Größe und die Volatilität scheinen dagegen keine Rolle zu spielen (siehe Tabelle 1, Spalte 1, 2 und 3). Während das verarbeitende Gewerbe und die Bereiche Handel, Verkehr und Gastgewerbe jeweils einen relativ großen Anteil an der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum insgesamt haben, ist der Anteil des Baugewerbes relativ klein. In der Stichprobe für die Zeit nach der Pandemie sind die Zentralitätsmaße erster Ordnung nicht signifikant. Die Zentralität zweiter Ordnung erweist sich hingegen weiterhin als signifikant, und die Größe wird in Bezug auf die Erklärung der Vorlaufeigenschaften der Sektoren statistisch relevant (siehe Tabelle 1, Spalte 4, 5 und 6). Letzteres ist auf die öffentliche Verwaltung zurückzuführen. Dieser Sektor ist relativ groß und zeigte sich in der Stichprobe für die Zeit nach der Pandemie als Sektor mit Vorlaufeigenschaften.

---

<sup>31</sup> Ähnlich wie bei den Ergebnissen für den Euroraum im Fall der Stichprobe für die Zeit vor der Pandemie erwiesen sich das verarbeitende Gewerbe und die Bereiche Handel, Verkehr und Gastgewerbe in allen untersuchten Ländern als Sektoren mit Vorlaufeigenschaften für die Wirtschaftstätigkeit insgesamt. Das Baugewerbe und die freiberuflichen Dienstleistungen fungierten in der überwiegenden Mehrheit der Länder ebenfalls als Sektoren mit Vorlaufeigenschaften. Das Gleiche gilt für die Stichprobe, die die Zeit der Pandemie umfasst: Auch hier zeigen sich die öffentliche Verwaltung sowie Kunst und Erholung in allen Ländern als Sektoren mit Vorlaufeigenschaften. Im Hinblick auf die Zentralität nehmen das verarbeitende Gewerbe, das Baugewerbe, die Sektoren Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie die freiberuflichen Dienstleistungen immer eine relativ zentrale Position innerhalb der jeweiligen Volkswirtschaften ein.

**Tabelle 1**

**Bestimmungsfaktoren der Vorlaufeigenschaften eines Sektors**

(Koeffizient-Schätzungen und Standardfehler (in Klammern); abhängige Variable: Wahrscheinlichkeit einer Priorität der Granger-Kausalität)

		1999-2019			1999-2023		
		1	2	3	4	5	6
Zentralität erster Ordnung	In-Degree	0,14*** (0,004)			0,05 (0,053)		
Zentralität erster Ordnung	Out-Degree		0,11*** (0,034)			0,02 (0,042)	
Zentralität zweiter Ordnung	PageRank			0,19*** (0,044)			0,13** (0,057)
Größe		-0,00 (0,007)	0,01 (0,005)	-0,01 (0,001)	0,028*** (0,008)	0,03*** (0,006)	0,01** (0,009)
Volatilität		-0,06 (0,032)	-0,05 (0,031)	-0,07 (0,030)	0,04 (0,054)	0,06 (0,052)	0,02 (0,054)
<b>Beobachtungen insgesamt</b>		<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,28</b>

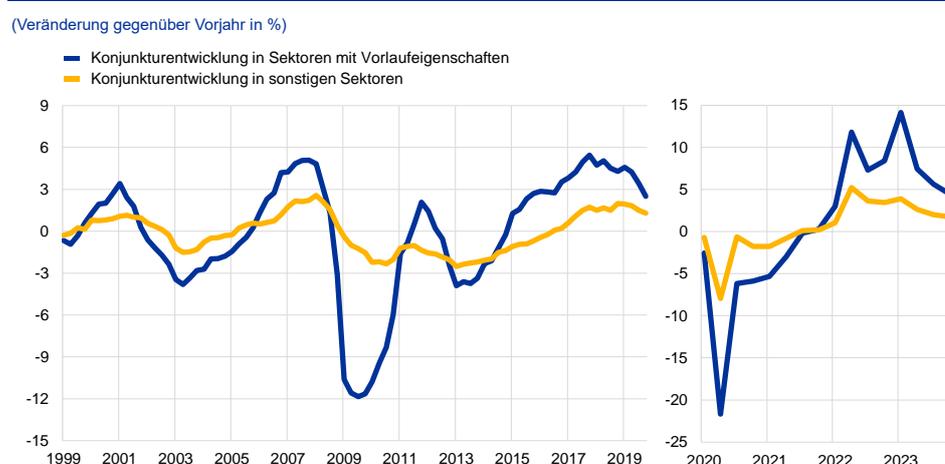
Quellen: Eurostat, FIGARO, Europäische Kommission, EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Querschnittsregressionen für die zehn größten Euro-Länder. Die abhängige Variable ist die Wahrscheinlichkeit einer Priorität der Granger-Kausalität eines Sektors in jedem Land. Die Out-Degree- und In-Degree-Zentralität erster Ordnung misst die Bedeutung der Produzenten von Inputfaktoren für andere Sektoren bzw. der Nutzer der Inputfaktoren anderer Sektoren. Die PageRank-Zentralität berücksichtigt dagegen die direkten sektoralen Zu- und Abflüsse sowie die indirekten Verbindungen im gesamten sektoralen Netzwerk. Die Größe eines Sektors wird anhand des Anteils des Sektors an der realen Bruttowertschöpfung gemessen. Die Volatilität ergibt sich aus der Standardabweichung der jährlichen Wachstumsrate der realen Bruttowertschöpfung eines Sektors in Relation zur durchschnittlichen realen Bruttowertschöpfung insgesamt für die entsprechende Stichprobe. Standardfehler in Klammern: \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1, wobei der p-Wert die Signifikanz des geschätzten Koeffizienten angibt. R<sup>2</sup> bezieht sich auf das Pseudo-R<sup>2</sup> nach McFadden und zeigt den relativen Erklärungsgehalt der Regressionen an.

**Die jüngsten Entwicklungen bei der Wirtschaftstätigkeit in den Sektoren verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie freiberufliche Dienstleistungen deuten darauf hin, dass sich das reale BIP im Euroraum auf kurze Sicht moderat entwickeln dürfte.** Der (ungewichtete) Durchschnitt der jährlichen Veränderungen der realen Bruttowertschöpfung der vorgenannten Sektoren scheint generell als Frühindikator für die Entwicklungen der Wirtschaftstätigkeit in den sonstigen Sektoren zu fungieren (siehe Abbildung 7).<sup>32</sup> Dies unterstreicht, dass die wirtschaftliche Aktivität der genannten Sektoren – also im verarbeitenden Gewerbe und bei einigen marktbestimmten Dienstleistungen – für die Vorhersage der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit von größerer Bedeutung ist als die Aktivität in den sonstigen Sektoren. Schaut man auf die jüngsten wirtschaftlichen Entwicklungen, so war die Dynamik in den Sektoren mit Vorlaufeigenschaften 2023 rückläufig, während sie in den sonstigen Sektoren stabil blieb. Zurückzuführen war dies in erster Linie auf die lebhaftere Aktivität in den Sektoren Information und

<sup>32</sup> Für die Stichprobe aus der Zeit vor der Pandemie zeigt die Lead-Lag-Beziehung zwischen dem Wachstum der Wirtschaftstätigkeit in den Sektoren mit Vorlaufeigenschaften und in den sonstigen Sektoren für Erstere eine Vorlaufzeit von einem halben Jahr. Bezieht man die Zeit während der Pandemie in die Stichprobe ein, entwickelt sich die Wachstumsdynamik in beiden Sektoren weitgehend simultan.

Kommunikation sowie Kunst und Erholung. Die Wirtschaftstätigkeit im Bereich Information und Kommunikation könnte im Zuge der zunehmenden Digitalisierung weiter steigen. Im Bereich Kunst und Erholung könnte sie hingegen gebremst werden, da die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft allmählich nachlassen. Zusammen mit der abnehmenden Aktivität in den Sektoren mit Vorlaufeigenschaften legen diese Entwicklungen den Schluss nahe, dass die gesamtwirtschaftliche Dynamik kurzfristig verhalten ausfallen wird. Dies deckt sich auch mit den Signalen der sektorübergreifenden Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit (siehe Abschnitt 3).

**Abbildung 7**  
Entwicklungen in den Sektoren mit Vorlaufeigenschaften und den sonstigen Sektoren im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Grafik zeigt den (ungewichteten) Durchschnitt der jährlichen prozentualen Veränderungen der realen Bruttowertschöpfung der Sektoren mit Vorlaufeigenschaften (verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie freiberufliche Dienstleistungen) und den sonstigen Wirtschaftsbereichen des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023.

## 5 Schlussbemerkungen

**Im vorliegenden Aufsatz werden modellbasierte Belege dafür präsentiert, dass sektorübergreifende Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit als Frühindikatoren für die gesamtwirtschaftliche Aktivität fungieren können.**

Zudem wird gezeigt, dass sich hinter dem Gesamtindex der sektorübergreifenden Verlagerungen – der als Summe der absoluten Veränderungen der Anteile der einzelnen Sektoren gemessen wird – gegenläufige Effekte verbergen, die aus Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit zwischen und innerhalb von Ländern herrühren. Während sich in Verlagerungen zwischen Ländern die graduelle Verlegung von Produktionsprozessen mit dem Ziel der Effizienzsteigerung widerspiegelt, sind Verlagerungen innerhalb von Ländern Ausdruck ungünstiger sektoraler Verschiebungen der Ressourcennutzung. Auf der Basis modellbasierter Belege wird im vorliegenden Aufsatz dargelegt, dass die Verlagerungen zwischen Ländern auf der Erwartung einer dauerhaften Wachstumsdynamik basieren, während die Verlagerungen innerhalb von Ländern Vorboten wirtschaftlicher Rezessionen sind.

**Es werden vier Sektoren identifiziert, die Vorlaufeigenschaften für die gesamtwirtschaftliche Aktivität aufweisen. Diese sind das verarbeitende Gewerbe, das Baugewerbe, die Sektoren Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie die freiberuflichen Dienstleistungen.** Des Weiteren wird die Position der Sektoren innerhalb der wirtschaftlichen Produktionsstruktur des Euroraums beleuchtet. Grundlage dieser Untersuchung ist dabei die Zentralität der Sektoren. Diese misst die Bedeutung eines Sektors für die Volkswirtschaft anhand seines Einflusses auf andere Sektoren. Anschließend wird diese Zentralität in Bezug gesetzt zur Eignung eines Sektors zur Vorhersage des realen BIP. Der Aufsatz kommt zu dem Schluss, dass die Zentralität eines Sektors eine Erklärung für dessen wirtschaftliche Prognosekraft darstellt. Dies gilt insbesondere für die Zentralität zweiter Ordnung, die den Einfluss anhand der direkten und indirekten Effekte innerhalb der Produktionsstruktur einer Volkswirtschaft misst.

**Insgesamt wird im Aufsatz hervorgehoben, wie wichtig es ist, sektorale Entwicklungen zu beobachten und zu analysieren.** Es wird argumentiert, dass sich durch die Untersuchung sektorübergreifender Verlagerungen aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive sowie einzelner sektoraler Entwicklungen aus granularer Sicht umfassende wirtschaftliche Erkenntnisse gewinnen lassen, die eine effektivere politische Gestaltung ermöglichen. Sektorale Analysen können Aufschluss über die Entstehung von Schocks und ihre Ausbreitung in der Wirtschaft geben und somit entscheidend zur Beurteilung des potenziellen Ausmaßes und etwaiger Kaskadeneffekte beitragen. Letztlich werden die politisch Verantwortlichen durch die Überwachung und Analyse sektoraler Entwicklungen in die Lage versetzt, mögliche Risiken für die Wirtschaft zu antizipieren und durch die entsprechende Anpassung ihrer politischen Reaktionen zu mindern.

## 2 Längerfristige Herausforderungen für die Finanzpolitik im Euroraum

Edmund Moshhammer

### 1 Einleitung

**Die öffentlichen Finanzen im Euroraum dürften künftig durch verschiedene längerfristige Herausforderungen unter Druck geraten.** Zu den bestehenden Haushaltsbelastungen, wie sie sich in den hohen Schuldenquoten einiger Euro-Länder widerspiegeln – diese stiegen infolge der Pandemie und der Energiekrise weiter an –, kommen auf längere Sicht weitere bedeutende fiskalische Herausforderungen hinzu. Einige der wichtigsten werden im vorliegenden Aufsatz beleuchtet. Ihre finanzpolitische Relevanz wird dabei unter besonderer Berücksichtigung der demografischen Alterung (Abschnitt 2), des Endes der sogenannten Friedensdividende (Abschnitt 3), der Digitalisierung (Abschnitt 4) und des Klimawandels (Abschnitt 5) erörtert. Unter Beachtung der mit einer Quantifizierung dieser Herausforderungen verbundenen Unsicherheiten zeigt Abschnitt 6 in vorläufigen – rein indikativen – Schätzungen, wie hoch der zusätzliche Konsolidierungsbedarf ist, um angesichts dieser Entwicklungen die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten. Da sich die Effekte der Digitalisierung nur schwer quantifizieren lassen, bleiben sie unberücksichtigt. Abschnitt 7 enthält Schlussbemerkungen.

### 2 Alterungsbedingte Haushaltsbelastungen

**Die Bevölkerung im Euroraum altert zunehmend.** Die Geburtenraten sinken deutlich, und die Lebenserwartung steigt stetig. Die Folge ist die demografische Alterung. Insgesamt hat sich die durchschnittliche Restlebenserwartung für 65-Jährige in der Europäischen Union in den letzten 20 Jahren erhöht. Lag sie 2002 noch bei 17,8 Jahren, waren es 2022 bereits 19,5 Jahre.<sup>1</sup>

**Diese demografische Entwicklung stellt die öffentlichen Haushalte vor Herausforderungen.** Da es im Verhältnis zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter immer mehr Ältere gibt, geraten umlagefinanzierte Alterssicherungssysteme zunehmend unter finanziellen Druck. Außerdem hat eine alternde Bevölkerung in der Regel einen höheren Bedarf an Gesundheits- und Pflegeleistungen.

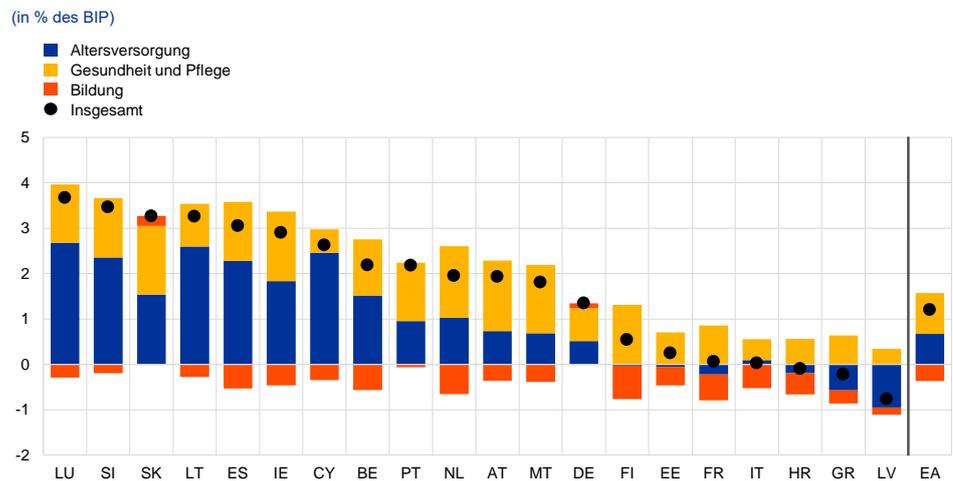
**Die alterungsbedingten Staatsausgaben entwickeln sich in den einzelnen Ländern des Euroraums unterschiedlich.** Der jüngst veröffentlichte Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 enthält für den Zeitraum 2022-2070 Projektionen zu den wesentlichen alterungsbedingten Haushaltsbelastungen in den EU-Mitgliedstaaten. Die Entwicklung wird insgesamt sowie nach Komponenten

---

<sup>1</sup> 2019, d. h. vor der Corona-Pandemie, wurde ein Höchststand von 20,2 Jahren erreicht.

(Altersversorgung, Gesundheit und Pflege sowie Bildung) vorausberechnet.<sup>2</sup> Im Basisszenario wird eine unveränderte Politik zugrunde gelegt. Auf Euroraumebene steigen hier die alterungsbedingten Ausgaben gegenüber heute um 1,4 Prozentpunkte des BIP. Im Risikoszenario liegt der Anstieg bei 4,0 Prozentpunkten. Allerdings müssen fünf Länder selbst im Basisszenario ihre alterungsbedingten Ausgaben möglicherweise um mehr als 3 Prozentpunkte des BIP erhöhen (siehe Abbildung 1). Die größten Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern zeigen sich im Anstieg der öffentlichen Ausgaben für die Altersversorgung. Grund hierfür sind die Unterschiede in der jeweiligen demografischen Entwicklung und in den Alterssicherungssystemen (z. B. hinsichtlich der Kopplung des Renteneintrittsalters an die Lebenserwartung). Die alterungsbedingte Mehrbelastung wird politische Reformen oder höhere strukturelle Einsparungen in anderen Bereichen erforderlich machen.

**Abbildung 1**  
Alterungsbedingter zusätzlicher Konsolidierungsbedarf



Quellen: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen Anstieg der alterungsbedingten Haushaltsbelastungen von 2023 bis 2070 nach Komponente, gewichtet mit dem kumulativen Produkt der reziproken Zins-Wachstums-Differenz. Dieser Anstieg kann als konstanter zusätzlicher Finanzierungssaldo interpretiert werden, der in jedem Jahr benötigt würde, um die alterungsbedingten Haushaltsbelastungen zu bewältigen. Öffentliche Ausgaben für die Altersversorgung nach Abzug der Steuereinnahmen.

### 3 Haushaltsbelastungen nach dem Ende der Friedensdividende

**Der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine hat weitreichende Diskussionen zu den Themen Sicherheit, Militärausgaben und geopolitische Stabilität ausgelöst.** Als Reaktion auf die Invasion haben die NATO-Mitglieder im Euroraum eine deutliche Erhöhung ihrer Verteidigungsausgaben angekündigt und umgesetzt. Dies stellt eine Abkehr von der bisherigen Entwicklung dar. Mit dem Ende des Kalten Krieges haben alle großen Volkswirtschaften ihre Verteidigungsausgaben gekürzt (siehe Abbildung 2, Grafik a). So haben die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich ihre Militärausgaben von über

<sup>2</sup> Siehe Europäische Kommission, [2024 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#), Institutional Paper 279, European Economy, 2024.

10 % des BIP in den 1950er-Jahren auf weniger als 5 % in den 1990er-Jahren verringert und damit mehr als halbiert. Deutschland und Frankreich senkten ihre Ausgaben von mehr als 4 % des BIP auf aktuell weniger als 2 %. Diese sogenannte Friedensdividende nutzten die Staaten, um in ihren Haushalten neue Prioritäten zu setzen, indem sie beispielsweise die Sozialausgaben erhöhten.<sup>3</sup> Nach Russlands Annexion der Krim im Jahr 2014 waren sich alle NATO-Mitglieder einig, mindestens 2 % des BIP für die Verteidigung ausgeben zu wollen.<sup>4</sup> Seither, und vor allem nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine, hat die überwiegende Mehrheit der Euro-Länder ihre Verteidigungsausgaben erhöht (siehe Abbildung 2, Grafik b). Würden alle Länder des Euroraums (auch jene, die kein NATO-Mitglied sind) ihre Verteidigungsausgaben auf 2 % des BIP anheben, ergäben sich dadurch jährliche Mehrausgaben von schätzungsweise 71 Mrd. € oder 0,5 % des BIP im Euroraum.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Sozialausgaben im Vergleich der Länder des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 5/2019.

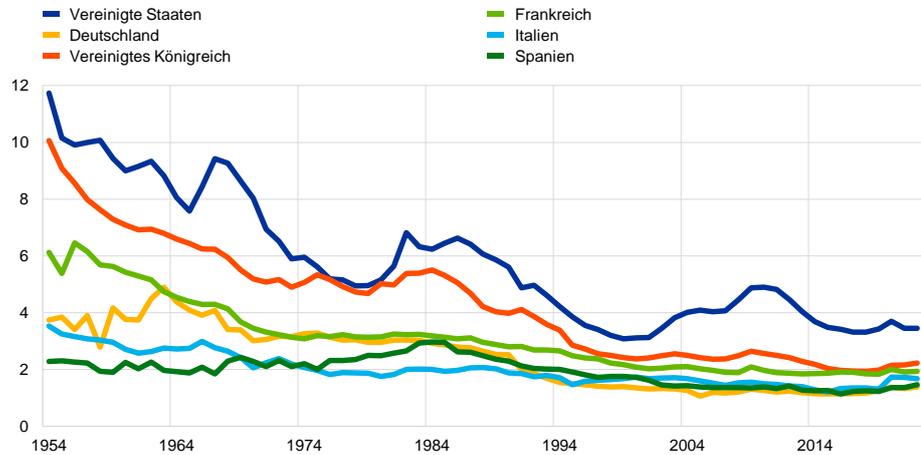
<sup>4</sup> Nur 3 der jetzigen 32 NATO-Mitglieder erreichten 2014 dieses Ziel. 2023 waren es bereits 11, und Ende 2024 dürften es 18 sein. Siehe [Pre-ministerial press conference by NATO Secretary General Jens Stoltenberg](#), 14. Februar 2024.

<sup>5</sup> Siehe auch M. Freier, D. Ioannou und F. Vergara Caffarelli, [EU public goods and military spending](#), Kasten 16, in: The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 311, 2023.

## Abbildung 2 Öffentliche Verteidigungsausgaben

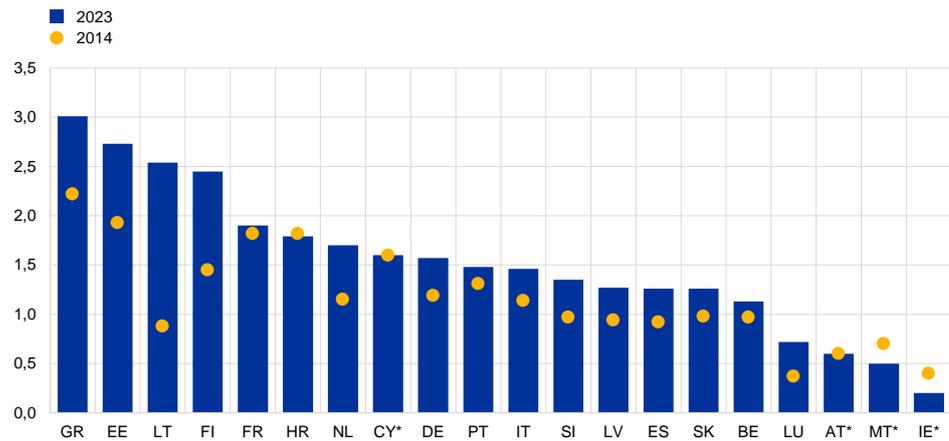
### a) Langfristiger Rückgang gegenüber den Höchstständen während des Kalten Krieges

(Ausgaben in % des BIP; 1954-2022)



### b) Veränderung seit Russlands Annexion der Krim 2014

(Ausgaben in % des BIP)



Quellen: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), NATO und Eurostat.

Anmerkung: Die Daten in Grafik a stammen von SIPRI. Die Länder mit \* in Grafik b sind keine NATO-Mitglieder. Hier stammen die Daten von Eurostat, und die blauen Balken beziehen sich auf das Jahr 2022. Die Daten zu den anderen Ländern stammen von der NATO (Pressemittteilung vom 7. Juli 2023).

**Die Verteidigungsmehrausgaben könnten das BIP-Wachstum in der EU steigern, was sich positiv auf die längerfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auswirken würde. Voraussetzung dafür ist, dass die Ausgaben vor allem Investitionen in Forschung und Entwicklung betreffen, keine anderen produktiven Investitionen verdrängen und primär den Unternehmen in der EU zugutekommen.** Durch die Vergabe von Verteidigungsaufträgen an Auftragnehmer innerhalb der EU und die Beschaffung von Verteidigungsgütern und -dienstleistungen auf dem Binnenmarkt könnte laut Europäischer Kommission das Wirtschaftswachstum längerfristig stimuliert werden. Die Kommission hat unlängst die erste europäische Strategie für die Verteidigungsindustrie veröffentlicht. Danach sollen die EU-Mitgliedstaaten strategisch in ihre Verteidigungsbereitschaft

investieren und die Zusammenarbeit innerhalb der EU stärken.<sup>6</sup> Ein zentraler Punkt dieser Strategie ist, dass Verteidigungsgüter auf der technologischen und industriellen Basis der europäischen Verteidigung (EDTIB) unter allen Umständen verfügbar sein sollen. Die Mitgliedstaaten sind gehalten, Verteidigungsgüter und -dienstleistungen innerhalb der EU zu beschaffen und so die europäische Verteidigungsindustrie zu stärken. Das verringert die Abhängigkeit von Lieferanten aus Drittstaaten und erhöht die Widerstandsfähigkeit gegenüber geopolitischen Schocks. Laut Kommission ist dies geeignet, Wachstum und Entwicklung von Verteidigungsunternehmen in der EU zu unterstützen und Innovationen, die Schaffung von Arbeitsplätzen sowie den technologischen Fortschritt zu fördern. Zudem ergäben sich Multiplikatoreffekte in verschiedenen Sektoren und letztlich höhere Staatseinnahmen.

**Die wirtschaftlichen Auswirkungen des russischen Angriffskriegs gehen weit über den Bereich der Militärausgaben hinaus.** In den zwei Jahren seit der Invasion der Ukraine haben die EU-Mitgliedstaaten und -Institutionen bilaterale kurzfristige Hilfen von schätzungsweise 0,55 % des jährlichen EU-weiten BIP zugesagt.<sup>7</sup> Außerdem hat die EU für die Ukraine eine Fazilität in Höhe von 50 Mrd. € für den Zeitraum 2024-2027 bereitgestellt. Nach Schätzungen der Weltbank kostet der gesamte Wiederaufbau der Ukraine in den nächsten zehn Jahren insgesamt rund 486 Mrd. US-\$.<sup>8</sup>

**Überdies mussten die Regierungen in den Jahren 2022 und 2023 auf die daraus resultierende Energiekrise und hohe Inflation reagieren.** Indirekt löste der Krieg in der Ukraine umfangreiche temporäre fiskalische Ausgleichsmaßnahmen auf europäischer Ebene aus. Diese zielten darauf ab, den hohen Energiepreisen und der sich hieraus ergebenden Inflation entgegenzuwirken, was auf die vielfältigen Herausforderungen hindeutet, die mit dem noch immer andauernden Krieg einhergehen.<sup>9</sup> Zwar sollten die Regierungen die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen 2024 fortsetzen, um einen nachhaltigen Rückgang der Inflation zu unterstützen. Die längerfristige Aufgabe, die Sicherheit der Energieversorgung in der EU zu verbessern, bleibt jedoch bestehen.

**Der Krieg in der Ukraine hält an, und auch im Nahen Osten und anderen Teilen der Welt ist die Lage instabil und bestimmt die geopolitische Landschaft. Wie hoch die langfristigen, sich aus dem Ende der Friedensdividende ergebenden Haushaltsbelastungen sein werden, ist ungewiss und sehr schwer zu schätzen.** So könnte die Fragmentierung des Welthandels für Produzenten und Verbraucher gleichermaßen schwerwiegende Folgen haben. Wenn Unternehmen ihre Produktionsketten neu strukturieren und ihre Vorleistungen zunehmend aus Ländern beziehen, die geografisch näher am Produktionsland liegen, und nicht aus den Ländern mit den effizientesten Produktionskapazitäten, steigen in der Regel die

---

<sup>6</sup> Weitere Einzelheiten finden sich auf der [Website](#) der Europäischen Kommission.

<sup>7</sup> Siehe Institut für Weltwirtschaft Kiel, Datenbank des [Ukraine Support Tracker](#).

<sup>8</sup> Siehe Weltbank, [Ukraine – Third Rapid Damage and Needs Assessment \(RDNA3\): February 2022 – December 2023](#), 2024.

<sup>9</sup> Siehe EZB, [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023; EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euroraum auf die Energiekrise und die hohe Inflation – eine aktuelle Einschätzung](#), Kasten 9, Wirtschaftsbericht 2/2023.

Produktionskosten.<sup>10</sup> Die indirekten fiskalischen Effekte sind nur schwer quantifizierbar, könnten aber beträchtlich sein.<sup>11</sup> Folglich sind die Haushaltsbelastungen, die langfristig aus diesen Entwicklungen erwachsen, nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

## 4 Haushaltsbelastungen durch Schließen der Digitalisierungslücke

**Die steigende Bedeutung digitaler Wertschöpfungsketten und transformativer Technologien erfordert beträchtliche Investitionen in die digitale Infrastruktur und digitale öffentliche Dienste. Sie sollen dem Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit dienen.** Vor Einführung der europäischen Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF) im Jahr 2021 schätzte die Europäische Kommission die digitale Investitionslücke in der EU im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und China auf 125 Mrd. € pro Jahr (das entspricht rund 0,9 % des BIP in der EU) und forderte, die entstehenden Kosten zwischen dem privaten und öffentlichen Sektor aufzuteilen.<sup>12</sup> Hier sind erhebliche Investitionen in die digitale Infrastruktur – vor allem in Telekommunikationsnetze – erforderlich.

**2022 verabschiedete die EU das Politikprogramm 2030 für die digitale Dekade; dieses Maßnahmenpaket soll den digitalen Wandel unter anderem durch öffentliche Investitionen voranbringen.** Mit insgesamt 117 Mrd. € stammen rund 70 % der gesamten Programmfinanzierung aus der ARF-Fazilität. Bis März 2024 wurden bereits 16,6 Mrd. € für den digitalen Wandel ausgezahlt (siehe Abbildung 3, Grafik a).<sup>13</sup> Nach den EU-Regeln müssen mindestens 20 % aller ausgezahlten ARF-Mittel für den digitalen Wandel verwendet werden. Die meisten Mitgliedstaaten liegen mit ihren überarbeiteten Aufbau- und Resilienzplänen darüber. Die Spanne in den einzelnen Ländern reicht von 20 % (dem geforderten Mindestumfang) in Kroatien und Slowenien bis zu 48,1 % in Deutschland. Der Digitalisierungsgrad unterscheidet sich von Land zu Land noch erheblich. Zur Erreichung der Ziele wurde ein Index für die digitale Wirtschaft und Gesellschaft (DESI) konzipiert (siehe Abbildung 3, Grafik b). Dieser setzt sich aus 32 Teilindizes zusammen, wovon 11 direkt mit der digitalen Dekade verknüpft sind. Der kurze Zeithorizont begrenzt jegliche kausale Inferenz. Schätzungen legen jedoch eine signifikante Korrelation zwischen DESI-Scorewerten und dem Pro-Kopf-BIP nahe, was die anhaltende Bedeutung des Programms für die digitale Dekade untermauert.<sup>14</sup> Digitale

<sup>10</sup> Siehe M. Di Sano, V. Gunnella und L. Lebastard, [Deglobalisation: risk or reality?](#), Der EZB-Blog, 12. Juli 2023.

<sup>11</sup> Eine Neustrukturierung der Produktionsketten zugunsten der geografischen Nähe auf Kosten der Effizienz könnte sich in höheren Produktionskosten, einem Beschäftigungsabbau und Störungen der Lieferketten bemerkbar machen. Das wiederum würde die Staatseinnahmen aus Körperschaft-, Einkommen- und Umsatzsteuer sowie aus dem internationalen Handel verringern. Ferner könnten Investitionen in Innovationen erschwert und somit das Wirtschaftswachstum und die Steuereinnahmen auf lange Sicht weiter gemindert werden.

<sup>12</sup> Siehe Europäische Kommission, [Identifying Europe's recovery needs](#), SWD/2020/98 final, 2020.

<sup>13</sup> Siehe Europäische Kommission, [Delivering the Digital Decade with EU investments](#), Kapitel 5, in: *Implementation of the Digital Decade objectives and the Digital Rights and Principles*, SWD/2023/570 final, 2023.

<sup>14</sup> Siehe M. Olczyk und M. Kuc-Czarnecka, *Digital transformation and economic growth – DESI improvement and implementation*, *Technological and Economic Development of Economy*, Bd. 28, Nr. 3, 2022, S. 775-803.

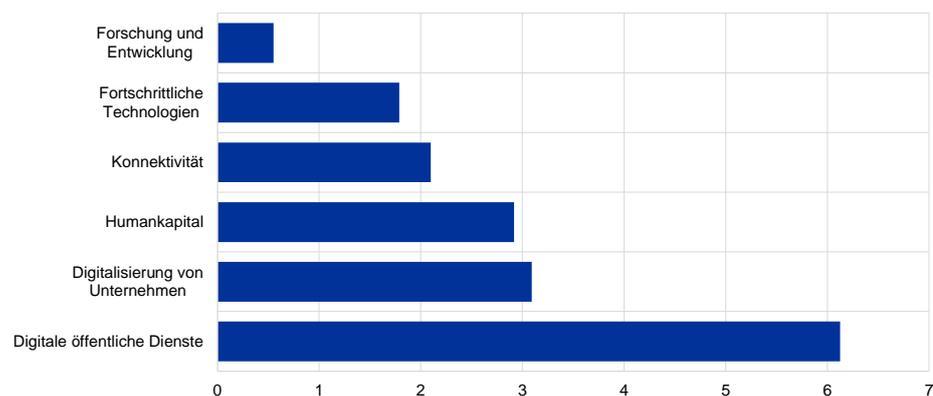
Investitionen, die eine Stärkung des Wirtschaftswachstums zur Folge haben, führen auch zu höheren Staatseinnahmen.

### Abbildung 3

#### Digitalisierungsausgaben im Rahmen der ARF-Fazilität und DESI-Scorewerte

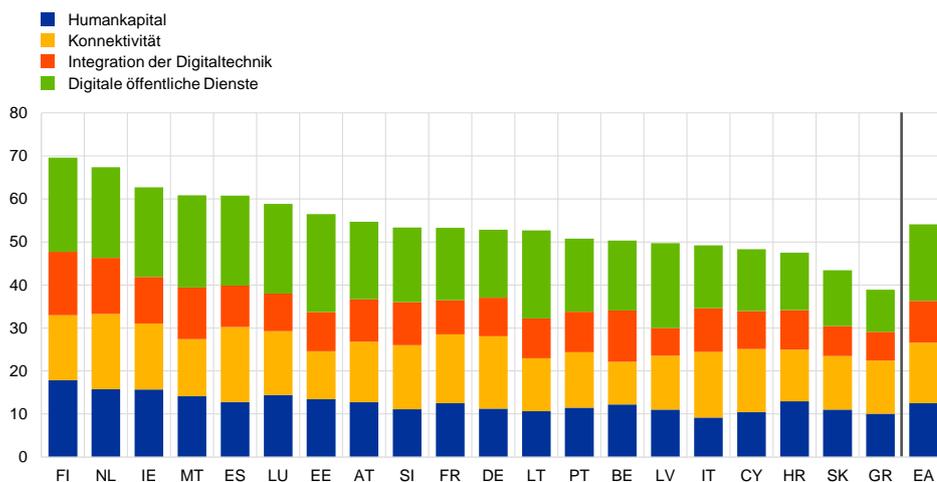
##### a) ARF-Auszahlungen für digitale Ziele nach Politikbereich

(in Mrd €; März 2024)



##### b) DESI-Scorewerte 2023

(in % der Ziel-Scorewerte 2030)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik b liegt das Ziel für jede der vier Kategorien bei einem Höchstwert von 25 Punkten.

## 5 Klimabedingte fiskalische Effekte

### Der Klimawandel stellt die Volkswirtschaften des Euroraums vor große fiskalische Herausforderungen.

Ob es um die unmittelbaren Kosten von Extremwetterereignissen oder um weitreichende wirtschaftliche Effekte des Übergangs in eine emissionsarme Zukunft geht – die fiskalischen Auswirkungen des Klimawandels sind vielschichtig und erfordern umfassende Analysen und Maßnahmen. Laut Klima- und Umweltplan 2024-2025 der EZB müssen Zentralbanken ihr diesbezügliches Wissen erweitern, um ihre zentralen Ziele zu erreichen.

**Extremwetterereignisse dürften infolge des Klimawandels an Häufigkeit und Schwere zunehmen und unmittelbar greifbare Risiken nach sich ziehen.** Die volkswirtschaftlichen Kosten von Hochwasser, Stürmen, Hitzewellen und Dürren sind in den letzten Jahrzehnten dramatisch gestiegen und stellen eine erhebliche Belastung der Staatshaushalte dar.<sup>15</sup> Die Kosten für Katastrophenhilfe, Instandsetzung der Infrastruktur und Gesundheitsleistungen nach solchen Ereignissen belasten die öffentlichen Finanzen und führen dazu, dass Ressourcen aus anderen wichtigen Bereichen abgezogen werden. Gleichzeitig sind die klimabedingten Belastungen in den Euro-Ländern ungleich verteilt. So schätzt die Europäische Kommission in ihrer PESETA-IV-Studie, dass die klimabedingten Wohlfahrtsverluste in Südeuropa vor allem wegen der heißeren Temperaturen und Wasserknappheit weit höher sein werden als im Norden Europas.<sup>16</sup> Diese Ungleichheit wird dadurch verstärkt, dass Länder, die in der Vergangenheit erhebliche Verluste erlitten haben, auch große Versicherungslücken aufweisen.<sup>17</sup> Vor diesem Hintergrund befasst sich ein aktuelles Diskussionspapier der Europäischen Kommission mit den möglichen fiskalischen Auswirkungen extremer Klimaereignisse.<sup>18</sup> Laut den darin enthaltenen Schätzungen könnte bei einem weltweiten Temperaturanstieg von langfristig 2° C in acht Ländern des Euroraums die öffentliche Schuldenquote aufgrund von Extremwetterereignissen bis zum Jahr 2032 um mehr als zwei Prozentpunkte steigen.

**Der Übergang zu einer emissionsarmen Wirtschaft bringt erhebliche Vorlaufkosten und politische Herausforderungen mit sich.** Abhilfemaßnahmen mit Blick auf den Klimawandel (wie Investitionen in die Infrastruktur für erneuerbare Energien, Verbesserungen der Energieeffizienz und andere Strategien zur Emissionssenkung) benötigen erhebliche finanzielle Mittel und eine langfristige Planung. Öffentliche wie auch private Klimaschutzinvestitionen sind für einen leichteren Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft unerlässlich.<sup>19</sup> CO<sub>2</sub>-Bepreisungsmechanismen wie die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Steuer können als mögliche Einnahmequelle dazu beitragen, die klimabezogenen Haushaltsbelastungen zu kompensieren.<sup>20</sup> Nach aktuellen Schätzungen des IWF auf Basis eines neuklassischen dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells und eines Maßnahmenpakets zur Erreichung von Netto-Null-Emissionen bis 2050 könnten die Primärdefizite in den Industrieländern in den kommenden Jahrzehnten um rund 0,4 Prozentpunkte des BIP steigen.<sup>21</sup> Dieser Schätzung liegt freilich die Annahme

<sup>15</sup> Die weltweiten volkswirtschaftlichen Verluste werden auf insgesamt 4,3 Billionen US-\$ geschätzt. Siehe Weltorganisation für Meteorologie, [Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water-Related Hazards \(1970-2021\)](#), 22. Mai 2023.

<sup>16</sup> Siehe L. Feyen, J. C. Ciscar, S. Gosling, D. Ibarreta und A. Soria (Hrsg.), [Climate change impacts and adaptation in Europe, JRC PESETA IV final report](#), Europäische Kommission, 2020.

<sup>17</sup> Siehe EZB und EIOPA, [Policy options to reduce the climate insurance protection gap](#), Discussion Paper, April 2023.

<sup>18</sup> Siehe N. Gagliardi, P. Arévalo und S. Pamies, [The Fiscal Impact of Extreme Weather and Climate Events: Evidence for EU Countries](#), Discussion Paper 168, European Economy, Europäische Kommission, 2022.

<sup>19</sup> So fließen in Europa schätzungsweise 275 Mrd. € der Mittel aus den Paketen „Next Generation EU“ und „REPowerEU“ in umweltfreundliche Technologien; 118 Mrd. € sollen im Rahmen der Kohäsionspolitik der Finanzierung des Übergangs zu einer emissionsfreien Energie von heute an bis 2027 dienen.

<sup>20</sup> Siehe EZB, [Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels](#), Wirtschaftsbericht 6/2022.

<sup>21</sup> Siehe IWF, [Fiscal Monitor](#), Kapitel 1, Oktober 2023.

zugrunde, dass ein großer Anteil der öffentlichen Ausgaben für Klimaschutzinvestitionen und Subventionen durch die CO<sub>2</sub>-Besteuerung gegenfinanziert wird.

**Die gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Folgen des Klimawandels und damit verbundene Maßnahmen können sich auch indirekt auf die öffentlichen Finanzen auswirken.**

Die wirtschaftlichen Folgen des Klimawandels, wie z. B. Produktivitätsverluste, Störungen der Lieferketten und ein Rückgang der landwirtschaftlichen Produktion, können das BIP-Wachstum dämpfen. Der daraus resultierende Konjunkturrückgang kann die Staatseinnahmen aufzehren und den Schuldendienst verteuern. Modellsimulationen des Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) weisen darauf hin, dass einige Euro-Länder erhebliche reale Produktionsverluste erleiden könnten. Eine solche Analyse muss die Kosten der verschiedenen Übergangsmaßnahmen<sup>22</sup> und die Minderung physischer Risiken aufgrund von Klimaereignissen gegeneinander abwägen. So gibt es in dem Szenario „Netto-Null bis 2050“, in dem der globale Temperaturanstieg durch strenge Klimamaßnahmen und Innovationen auf 1,5° C begrenzt wird, nur recht begrenzte reale Produktionsverluste (siehe Abbildung 4, Grafik a). Allerdings ergeben sich aus den kostenintensiven Übergangsmaßnahmen Inflationsspitzen und relativ persistente Zinsanstiege (durchschnittlich um 1 Prozentpunkt; siehe Abbildung 4, Grafik b). Zinserhöhungen spiegeln in der Regel den durch die CO<sub>2</sub>-Preise erzeugten Inflationsdruck sowie eine gestiegene Investitionsnachfrage wider.<sup>23</sup> Die höheren Zinsen im NGFS-Szenario der Netto-Null-Emissionen bis 2050 sind die wichtigste Determinante der langfristigen Zins-Wachstums-Differenz. So würde in einem Land mit einer Gesamtverschuldung von 60 % des BIP ein Anstieg der Zins-Wachstums-Differenz um 1 Prozentpunkt im Zeitablauf zu einer jährlich um 0,6 Prozentpunkte des BIP steigenden Schuldendienstlast führen. Diese Simulationen beruhen freilich auf starken Annahmen und beinhalten eine hohe Modellunsicherheit.<sup>24</sup> Verschiedene Aspekte

<sup>22</sup> Das NGFS simuliert in Phase IV die Auswirkungen der physischen Risiken und Übergangsrisiken („Transitionsrisiken“) in fünf Übergangsszenarien bezogen auf ein hypothetisches Basisszenario ohne diese Risiken. „Netto-Null bis 2050“ ist ein ehrgeiziges Szenario, in dem der weltweite Temperaturanstieg durch strenge klimapolitische Maßnahmen und Innovationen auf 1,5° C begrenzt werden soll. Das Ziel von Netto-Null-Emissionen soll circa 2050 erreicht werden. Im Szenario eines verzögerten Übergangs wird unterstellt, dass die weltweiten jährlichen Emissionen erst ab 2030 sinken. Durch wirksame Maßnahmen muss dann dafür gesorgt werden, dass die Erderwärmung auf unter 2° C begrenzt wird. Im Szenario des Unter-2°-C-Ziels werden die klimapolitischen Maßnahmen allmählich verschärft. Damit liegt die Chance, die globale Erderwärmung auf unter 2° C zu halten, bei 67 %. National festgelegte Beiträge (NDCs) stellen ein Szenario dar, in dem alle aktuellen NDCs umgesetzt werden (auch diejenigen, die zugesagt, aber noch nicht umgesetzt wurden). Das Szenario einer „fragmentierten Welt“ geht davon aus, dass klimapolitische Maßnahmen weltweit nur verzögert und in unterschiedlichem Maße ergriffen werden. Aufgrund des insgesamt unwirksamen Übergangs steigen deshalb in manchen Ländern die Transitionsrisiken und in allen Ländern die physischen Risiken.

<sup>23</sup> Diese gesamtwirtschaftlichen Szenarien des NGFS basieren auf dem NiGEM-Modell, wonach Zentralbanken der Taylor-Regel folgen und die fiskalische Solvenz langfristig gesichert ist. Angenommen wird weiterhin, dass sich 50 % des CO<sub>2</sub>-Preises direkt in den Verbraucherpreisen niederschlagen. Mehrere miteinander verbundene Faktoren sorgen dafür, dass nach dem NiGEM-Modell hohe Investitionsraten zu dauerhaft hohen Zinsen führen. Erstens kann eine erhöhte Investitionsnachfrage dergestalt zu Verdrängungseffekten führen, dass ein verschärfter Wettbewerb um die verfügbaren Kapitalmarktmittel die Fremdkapitalkosten ansteigen lässt. Zweitens könnten von einer stärkeren Investitionstätigkeit abhängige Inflationserwartungen dazu führen, dass Kreditgeber einen höheren Nominalzins verlangen und die Realzinsen anziehen. Zugleich wirkt sich das unterstellte Verhalten der Zentralbanken in den Modellsimulationen maßgeblich auf den Zinspfad aus.

<sup>24</sup> Siehe z. B. EZB, [Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft](#), Wirtschaftsbericht 5/2023; EZB, [Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen klimaschutzbezogener Transitionsmaßnahmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2024.

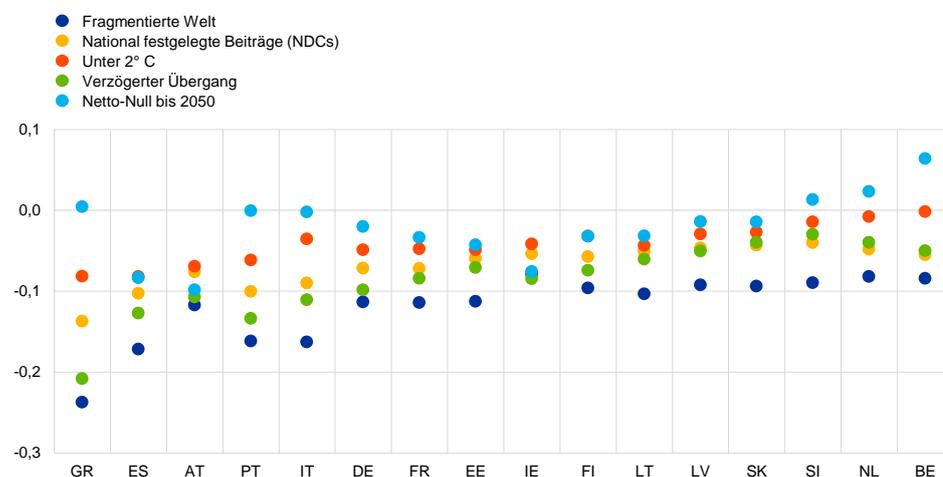
wie die Bestimmungsfaktoren des Anstiegs langfristiger Zinsen und die Rolle der Geldpolitik müssen genauer untersucht werden. Die EZB leistet einen aktiven Beitrag zu diesen Forschungen.

**Nach den EU-Regeln müssen mindestens 37 % aller ausgezahlten Mittel aus der ARF-Fazilität für den ökologischen Wandel verwendet werden.** Wenngleich die Mitgliedstaaten oft deutlich mehr ansetzen (Litauen beispielsweise 37,4 %, Luxemburg und Malta 68,8 %), decken die ARF-Mittel den klimabedingten Ausgabenbedarf eines Landes nur begrenzt ab.

**Abbildung 4**  
Simulation der Auswirkungen des Klimawandels in unterschiedlichen Übergangsszenarien

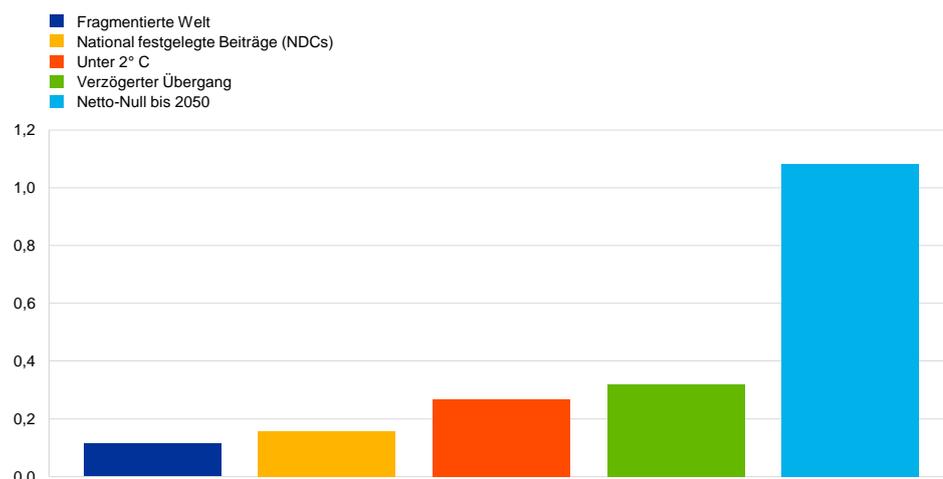
**a) Auswirkung auf die reale Wachstumsrate des BIP**

(Veränderung in Prozentpunkten; Durchschnitt im Zeitraum 2024-2050)



**b) Auswirkung auf langfristige Zinssätze**

(Veränderung in Prozentpunkten; Durchschnitt im Zeitraum 2024-2050)

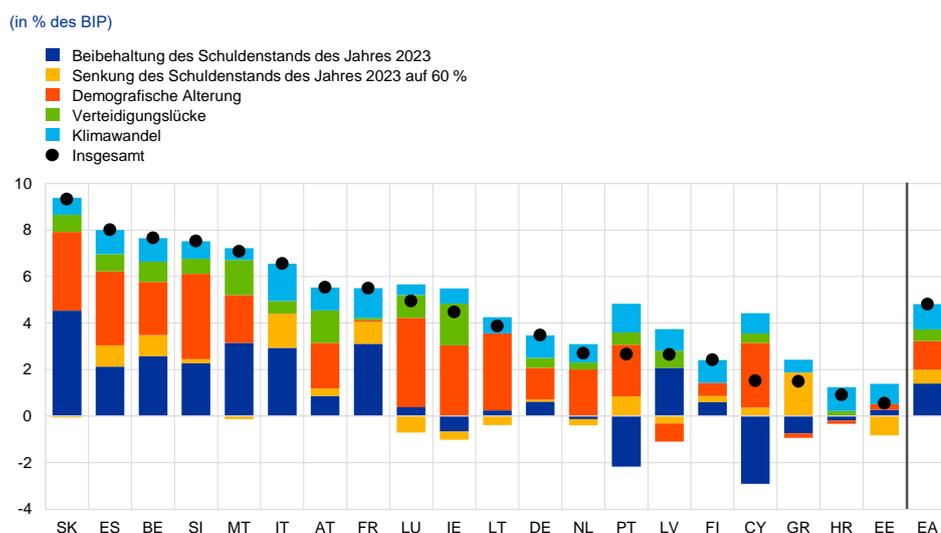


Quellen: Langfristige NGFS-Szenarien (Phase IV) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Eine Beschreibung der NGFS-Szenarien findet sich in Fußnote 22. Die Länderreihenfolge basiert auf den durchschnittlichen szenarienübergreifenden Auswirkungen. Die Daten beziehen sich auf den geometrischen Mittelwert im Zeitraum 2024-2050. Für Kroatien, Zypern, Luxemburg und Malta sind keine Daten verfügbar. Die NGFS-Simulationen verwenden drei unterschiedliche Modelle (GCAM, MESSAGEix-GLOBIOM und REMIND-MagPIE). Die dargestellten Ergebnisse bilden den Durchschnitt der Erkenntnisse aus diesen drei Modellen.

## 6 Kumulierte Auswirkungen

Dieser Abschnitt enthält eine grobe und rein indikative Schätzung der Haushaltsbelastungen, die aus den beschriebenen Entwicklungen erwachsen können. Ein Indikator fasst die unterschiedlichen Komponenten zusammen (siehe Abbildung 5 und Kasten 1). Geschätzt wird die Haushaltskonsolidierung, die jedes Euro-Land ab 2024 vornehmen und im gesamten Simulationszeitraum aufrechterhalten müsste.<sup>25</sup> Das gemeinsame langfristige Ziel ist eine staatliche Schuldenquote von 60 % (gemäß AEUV) im Jahr 2070.<sup>26</sup> Das Maß der fiskalischen Lücke ist indikativ. Um eine allgemeingültige Schlussfolgerung ziehen zu können, bedarf es weiterer Analysen und Auswertungen. Die Länder müssen ihren jeweiligen Konsolidierungspfad bestimmen und verfolgen. Die Umsetzung ehrgeizigerer Strukturreformen insbesondere mit Blick auf das langfristige Wirtschaftswachstum würde zu einer Verringerung der Haushaltsbelastungen beitragen. Deren Berechnung beruht hier auf den aktuellen langfristigen Wachstumsprognosen. Aus diesem Grund wurde die Digitalisierung in dem Modell nicht berücksichtigt, denn ihre Vorteile könnten die Haushaltsbelastungen unter Umständen teilweise ausgleichen.

**Abbildung 5**  
Konsolidierungsbedarf angesichts spezifischer Herausforderungen im Überblick



Quellen: Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024 und Schuldenfähigkeitsmonitor 2023 der Europäischen Kommission, NGFS-Simulationen (Phase IV), Fiscal Monitor des IWF vom Oktober 2023, NATO, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Gezeigt wird die einmalige Verbesserung des strukturellen Primärsaldos in Relation zum BIP, die unmittelbar und dauerhaft erforderlich ist, damit bis 2070 eine Schuldenquote von 60 % erreicht wird. Enthalten sind zusätzliche Ausgaben bis 2070, die durch die demografische Alterung, die Verteidigung und den Klimaschutz bedingt sind. Siehe Kasten 1 zu einer Beschreibung der Methodik.

### Um ausgehend vom heutigen Schuldenstand bis 2070 eine staatliche Schuldenquote von 60 % zu erreichen, müssten die Euro-Länder ihren

<sup>25</sup> Siehe auch IWF, [Fiscal Policy Sustainability and Structural Spending Pressures](#), Fiscal Monitor, Kapitel 1, April 2024. Darin werden Einzelheiten eines vergleichbaren Modells aufgeführt und ähnliche Schlussfolgerungen gezogen. Laut IWF entsprechen die zusätzlichen Staatsausgaben bis 2030 in den Industrieländern 7,4 % des BIP. Hierin enthalten sind der Anstieg um 1 Prozentpunkt für Zinsausgaben, 2 Prozentpunkte für klimabedingte Ausgaben (nach dem Szenario „Netto-Null bis 2050“), 2,9 Prozentpunkte für die demografische Alterung, 0,6 Prozentpunkte für Verteidigungsausgaben sowie 1 Prozentpunkt für Industriepolitik und die nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen.

<sup>26</sup> Die staatliche Schuldenquote von 60 % wird in Artikel 126 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) erwähnt und in Protokoll Nr. 12 zum AEUV in dieser Höhe festgelegt.

**Primärsaldo unmittelbar und dauerhaft um durchschnittlich 2 % des BIP erhöhen** (siehe Abbildung 5, dunkelblaue und gelbe Balken). 16 Staaten des Euroraums müssten Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen, um ihre Verschuldung auf dem aktuellen Niveau zu halten. Hierzu wären Einsparungen von durchschnittlich 1,4 % des BIP erforderlich (dunkelblaue Balken). Bei einer Verringerung der Verschuldung auf 60 % des BIP wären im Schnitt zusätzliche Einsparungen von insgesamt 0,6 % des euroraumweiten BIP erforderlich. Hoch verschuldete Länder hätten dabei den größten Konsolidierungsbedarf (gelbe Balken).

**Ohne Berücksichtigung der Digitalisierung könnten die genannten zusätzlichen Herausforderungen das durchschnittliche Haushaltsdefizit im Euroraum etwa um weitere 3 % des BIP erhöhen.**<sup>27</sup> Die demografische Alterung dürfte in den nächsten fünf Jahrzehnten die öffentlichen Haushalte am meisten belasten. Auf manche Länder könnten Mehrausgaben von bis zu 4 % des BIP zukommen. Auf Euroraumebene läge die durchschnittliche Mehrbelastung bei 1,2 %. Was das NATO-Ziel für die Verteidigungsausgaben betrifft, erfüllen bereits vier NATO-Mitglieder im Eurogebiet das Ziel von 2 % des BIP. Bei den anderen zwölf Ländern fallen Mehrausgaben von bis zu 1 % des BIP an, was auf Euroraumebene einer durchschnittlichen Belastung von 0,5 % des BIP entspricht. Für die vier Länder Irland, Zypern, Malta und Österreich, die nicht zur NATO gehören, besteht keine formelle Verpflichtung zu Verteidigungsausgaben in einer bestimmten Höhe. Gleichwohl ist in Abbildung 5 angesichts des sich verändernden geopolitischen Umfelds die Lücke gegenüber 2 % des BIP ausgewiesen.<sup>28</sup> Im Hinblick auf die Kategorie „Klimawandel“ wird unter Zugrundelegung eines Netto-Null-Szenarios bis 2050, das die Erderwärmung auf 1,5 °C begrenzt, auf Euroraumebene ein durchschnittlicher Kostenanstieg um insgesamt 1,1 % des BIP geschätzt. Ausschlaggebend hierfür sind der vom IWF errechnete Anstieg der Primärdefizitquote um 0,4 Prozentpunkte und die zusätzliche Zinslast für die bestehenden Schulden, die vom NGFS prognostiziert wurde.<sup>29</sup>

**Der Konsolidierungsbedarf ist im historischen Vergleich hoch, aber nicht ohne Beispiel.** Dabei unterscheidet sich bezüglich aller beschriebenen Herausforderungen der Konsolidierungsbedarf in den einzelnen Ländern erheblich. Die geschätzten Lücken reichen von 0,5 % des BIP bis nahezu 10 % des BIP. In der Vergangenheit kam es vor allem als Reaktion auf größere fiskalische Krisen und angesichts beträchtlicher Schuldenüberhänge zu umfangreichen Konsolidierungsmaßnahmen. Belgien, Irland und Finnland wiesen in den 1990er- und zu Beginn der 2000er-Jahre über zehn Jahre lang konjunkturbereinigte

---

<sup>27</sup> Die Digitalisierung bleibt in erster Linie aus dem Grund unberücksichtigt, dass es kaum verlässliche Prognosen gibt und die Interaktion mit anderen zentralen gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Variablen unklar ist.

<sup>28</sup> Siehe auch Europäische Kommission, [Analyse der Defizite bei den Verteidigungsinvestitionen und die nächsten Schritte](#), Gemeinsame Mitteilung an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, JOIN/2022/24 final, 2022. Für Luxemburg wird ein Ziel von 1,7 % des BIP unterstellt, da es zugesagt hat, 2 % seines Bruttonationaleinkommens aufzuwenden.

<sup>29</sup> Daten zu Klimaschockszenarien, die im Quellenmaterial nur bis 2050 vorhanden sind, werden konstant extrapoliert. Die Anpassung der Klimaschockdaten des NGFS zu Griechenland trägt dem Umstand Rechnung, dass festverzinsliche Schulden mit langer Laufzeit einen wesentlichen Teil der Gesamtverschuldung ausmachen.

Primärüberschüsse von durchschnittlich mehr als 5 % des BIP auf.<sup>30</sup> In einigen Ländern erhöht sich der fiskalische Druck kurzfristig möglicherweise nicht. Dennoch besteht kein Anlass zu Sorglosigkeit, denn je länger die Konsolidierung aufgeschoben wird, desto umfangreicher wird sie letzten Endes sein müssen.

#### **Zudem können sich mittelfristig zusätzliche Haushaltsbelastungen ergeben.**

So bleibt die Digitalisierungslücke, deren langfristige Auswirkungen noch nicht absehbar sind, in den modellbasierten Simulationsrechnungen dieses Beitrags unberücksichtigt. Ferner ist in der jüngeren Vergangenheit ein völlig unerwarteter fiskalischer Schock aufgetreten, als 2020 im Zuge der Corona-Pandemie die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum um insgesamt 13 Prozentpunkte anstieg. Hinzu kommt, dass die Simulation des Klimawandels auf vereinfachten Annahmen und der unwahrscheinlichen Prämisse beruht, eine Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 °C sei noch möglich. Auch werden keine Folgen gesellschaftlicher Auswirkungen (z. B. Konflikte), klimatischen Kipppunkte oder gesamtwirtschaftlichen Effekte (z. B. Preis- oder Produktivitätsänderungen) erfasst. Das lässt darauf schließen, dass erhebliche Haushaltsmehrbelastungen im Zusammenhang mit dem Klimawandel entstehen könnten.<sup>31</sup> Allerdings könnte die Simulation die positiven wirtschaftlichen Nebeneffekte höherer Staatsausgaben etwa für die Digitalisierung zu niedrig ansetzen. Während die Szenarien zur demografischen Alterung und zum Klimawandel auf in sich konsistenten Annahmen beruhen, die auch gesamtwirtschaftliche Effekte erfassen, sind solche Effekte in der Modellierung der Verteidigungsausgaben nicht enthalten. Hier könnten sich beispielsweise technische Fortschritte im Verteidigungssektor positiv auf die übrige Wirtschaft auswirken.

## **Kasten 1**

### **Methodik des Indikators der fiskalischen Lücke**

---

Um den unterschiedlich hohen langfristigen Druck auf die öffentlichen Finanzen der Staaten mittels eines einzigen Indikators je Land vergleichbar machen zu können, wird berechnet, welche Verbesserung des strukturellen Primärsaldos unmittelbar und dauerhaft erforderlich ist, damit bis 2070 eine Schuldenquote von 60 % erreicht werden kann. Der Indikator gibt nicht nur Auskunft über die Anpassungen, die zur Stabilisierung und anschließenden Reduzierung der Schuldenlast auf ihr Zielniveau notwendig sind, sondern berücksichtigt auch die Finanzierung von Mehrausgaben, die durch die demografische Alterung, den Verteidigungsbedarf und den Klimawandel entstehen.

#### **Ableitung der fiskalischen Lücke und ihrer Komponenten**

Die in Euro gerechnete Staatsverschuldung am Ende eines bestimmten Jahres entspricht der Summe aus vier Komponenten: a) dem Schuldenstand am Ende des Vorjahres, b) den Zinsen auf diese Schulden, c) dem negativen Primärsaldo und d) nicht defizitbedingten Veränderungen der

<sup>30</sup> Siehe EZB, [Erfahrungen mit nachhaltigen hohen Primärüberschüssen in EU-Ländern](#), Kasten 8, Monatsbericht Juni 2011.

<sup>31</sup> Nach dem aktuellen Bericht der Vereinten Nationen zur Emissionslücke liegt die Wahrscheinlichkeit, die Erderwärmung auf 1,5° C begrenzen zu können, selbst im optimistischsten Szenario nur bei 14 %. Vielmehr dürften die Temperaturen auf der Erde um mehr als 2° C oder gar um mehr als 3° C steigen. Siehe Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP), [Emissions Gap Report 2023: Broken Record – Temperatures hit new highs, yet world fails to cut emissions \(again\)](#), November 2023; F. Elderson, [Know thyself – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science](#), Keynote-Rede auf dem Delphi Economic Forum IX, 12. April 2024.

Schuldenquote (Deficit-Debt-Adjustments). Ausgedrückt in Relation zum BIP erhöht sich die Schuldenquote in einer Volkswirtschaft mit ausgeglichenem Haushalt und Deficit-Debt-Adjustments von null jährlich proportional zur Zins-Wachstums-Differenz. Die Zins-Wachstums-Differenz ist das Verhältnis zwischen a) eins plus dem durchschnittlichen Nominalzins und b) eins plus der Wachstumsrate des nominalen BIP. Die Entwicklung der Staatsverschuldung wird aber auch von künftigen Primärsalden und Deficit-Debt-Adjustments bestimmt. Ausgehend von der obigen Identität kann man den Nettobarwertansatz anwenden, künftige Finanzströme mithilfe der jährlichen Zins-Wachstums-Differenz abzinsen und sie so über verschiedene Zeithorizonte vergleichbar machen. Um die aktuelle Schuldenquote um einen bestimmten Prozentsatz zu senken, könnte eine Regierung im laufenden Jahr Einsparungen in bestimmter Höhe vornehmen oder die gleichen Einsparungen, jedoch um die Zins-Wachstums-Differenz diskontiert, im Folgejahr tätigen. Im Allgemeinen entspricht die Differenz zwischen dem Nettobarwert der am BIP gemessenen Staatsverschuldung zu einem gegebenen künftigen Zeitpunkt und der aktuellen Staatsverschuldung dem Nettobarwert der (negativen) Primärsalden zuzüglich etwaiger Deficit-Debt-Adjustments zwischen dem aktuellen und dem besagten künftigen Zeitpunkt.

Im vorliegenden Kasten wird der Indikator der fiskalischen Lücke definiert als die dauerhafte Verbesserung der strukturellen Primärsaldoquote 2024, die notwendig ist, um bis 2070 eine Schuldenquote von 60 % zu erzielen. Der Nettobarwert der für die Erreichung dieses Ziels notwendigen Finanzströme wird wie folgt bestimmt: Den Ausgangspunkt bildet die staatliche Schuldenquote des Jahres 2023. Anschließend werden der Nettobarwert der von 2070 bis 2023 abgezinsten Staatsschuldenquote von 60 % subtrahiert und der Nettobarwert der negativen Primärsalden zuzüglich der Deficit-Debt-Adjustments von 2024 bis 2070 hinzuaddiert. Dieser Nettobarwert wird dann in einen stetigen Strom von Primärsalden umgerechnet, die das Erreichen des endgültigen Ziels garantieren.

Dieser Ansatz eignet sich auch zur Aufschlüsselung der fiskalischen Lücke nach Bestimmungsfaktoren. In der unten stehenden Gleichung werden die Maßnahmen zur Erreichung der Schuldenquote von 60 % bis 2070 in fünf Komponenten gegliedert. Dabei handelt es sich um die notwendigen Anpassungen, um a) die Schuldenquote von 2023 ( $d_0$ ) unter Berücksichtigung des anfänglichen Primärsaldos ( $pb$ ) und etwaiger Deficit-Debt-Adjustments ( $dda$ ) bis 2070 zu erreichen, b) die Schuldenquote bis 2070 auf 60 % zu senken, c) alterungsbedingte Haushaltsbelastungen ( $age$ ) gegenzufinanzieren sowie Mehrausgaben für d) den Verteidigungsbedarf ( $def$ ) und e) klimabezogene Belastungen ( $climate$ ) auszugleichen.

$$\text{Lücke} = \left(\sum \frac{1}{a_t}\right)^{-1} \left[ \left(d_0 - \frac{d_0}{a_T} - \sum \frac{pbBase_t - dda_t}{a_t}\right) + \left(\frac{d_0 - 60\%}{a_T}\right) + \left(\sum \frac{age_t}{a_t}\right) + \left(\sum \frac{def_t}{a_t}\right) + \left(\sum \frac{climate_t}{a_t}\right) \right]$$

In dieser Gleichung sind  $a_t$  und  $a_T$  die Diskontierungsfaktoren des Nettobarwerts jeweils zum Zeitpunkt  $t$  und im Jahr 2070.  $\Sigma$  bezieht sich auf die Summe der Ströme von 2024 bis 2070.

### **Annahmen zum fiskalischen Druck und zur künftigen Zins-Wachstums-Differenz**

Der hier verfolgte Ansatz ähnelt dem S1-Indikator im Schuldentragfähigkeitsmonitor 2023 (Debt Sustainability Monitor – DSM) der Europäischen Kommission. Dies gilt auch für die Annahmen zu den Primärsalden, zur Zins-Wachstums-Differenz und zu den alterungsbedingten Haushaltsbelastungen.<sup>32</sup> Allerdings unterscheidet er sich in drei Punkten deutlich vom DSM-Ansatz. Erstens erfolgt die einmalige Haushaltskonsolidierung 2024 und nicht um zwei Jahre

<sup>32</sup> Siehe Europäische Kommission, [Debt Sustainability Monitor 2023](#), Institutional Paper 271, European Economy, 2024.

verzögert wie im DSM. Zweitens wird für den Projektionszeitraum ein konstanter struktureller Primärsaldo unterstellt, um eine Doppelerfassung bereits verabschiedeter Klima- und Verteidigungsmaßnahmen zu vermeiden. Drittens sind, anders als im Indikator der Kommission, eine Klima- und eine Verteidigungskomponente enthalten.

---

## 7 Schlussbemerkungen

**Faktoren wie die demografische Alterung, höhere Verteidigungsausgaben, die Digitalisierung und der Klimawandel werden die öffentlichen Finanzen in den kommenden Jahrzehnten erheblich belasten.** Isoliert betrachtet stellt jede dieser Entwicklungen bereits eine Herausforderung dar – die Staaten müssen sie jedoch alle gleichzeitig bewältigen. Gerade in hoch verschuldeten Ländern, die mit einer erhöhten Zinslast und den damit verbundenen Risiken konfrontiert sind, gilt es daher, unverzüglich zu handeln.<sup>33</sup> Die Wirtschaftspolitik sollte auf die sukzessive Senkung des hohen öffentlichen Schuldenstands hinwirken und sich so für die Zukunft wappnen. Dies würde auch zur Sicherstellung eines soliden Umfelds für die einheitliche Geldpolitik im Euroraum beitragen.

---

<sup>33</sup> Siehe T. Adrian, V. Gaspar und P.-O. Gourinchas, [The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World](#), IMF Blog, 28. März 2024.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im ECB Data Portal abgerufen werden:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/">https://data.ecb.europa.eu/</a>
Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/publications">https://data.ecb.europa.eu/publications</a>
Methodische Definitionen sowie allgemeine und technische Erläuterungen zu den Statistiktabelle (General Notes, Technical Notes) sind im Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal enthalten:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/methodology">https://data.ecb.europa.eu/methodology</a>
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	6,6	5,8	8,7	2,6	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	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4	
2023 Q2	0,7	0,5	0,0	1,0	0,5	0,1	6,6	7,0	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2	
Q3	0,9	1,2	-0,1	-0,9	1,8	-0,1	6,4	7,0	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0	
Q4	0,7	0,8	-0,3	0,0	1,2	-0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7	
2024 Q1	.	0,4	0,6	-0,5	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6	
2023 Dez.	-	-	-	-	-	-	6,0	6,7	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9	
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	.	3,4	2,3	2,5	.	2,4	
Mai	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,6	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2021	12 474,6	11 980,5	6 354,5	2 737,3	2 727,0	1 388,6	761,4	570,4	161,7	494,1	6 172,3	5 678,2
2022	13 507,4	13 266,1	7 069,4	2 901,0	3 017,6	1 560,8	847,5	602,3	278,0	241,3	7 440,0	7 198,8
2023	14 375,9	13 861,3	7 535,7	3 037,9	3 176,9	1 626,8	904,8	637,8	110,8	514,6	7 389,7	6 875,2
2023 Q1	3 540,4	3 408,5	1 855,9	741,2	782,8	405,2	223,3	152,5	28,6	131,9	1 896,0	1 764,1
Q2	3 580,7	3 445,7	1 874,5	754,8	788,5	405,7	226,0	155,0	27,8	135,0	1 859,2	1 724,1
Q3	3 602,7	3 466,5	1 899,1	767,8	794,1	407,0	228,7	156,4	5,5	136,2	1 827,8	1 691,7
Q4	3 650,9	3 529,0	1 909,1	775,3	808,5	409,0	225,3	172,3	36,1	121,9	1 836,2	1 714,3
In % des BIP												
2023	100,0	96,4	52,4	21,1	22,1	11,3	6,3	4,4	0,8	3,6	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2023 Q2	0,1	0,8	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,4	1,4	-	-	-1,1	-0,1
Q3	-0,1	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,5	0,7	0,4	-	-	-1,2	-1,4
Q4	-0,1	0,3	0,1	0,5	1,0	-0,4	-2,5	9,6	-	-	0,0	0,6
2024 Q1	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
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	0,4	0,2	0,5	0,8	1,2	-0,8	3,3	3,5	-	-	-1,1	-1,6
2023 Q2	0,6	0,7	0,7	0,5	1,7	-0,6	5,3	2,6	-	-	-0,5	-0,4
Q3	0,1	-0,4	-0,3	1,3	0,5	-0,3	2,6	-0,3	-	-	-3,0	-4,1
Q4	0,1	0,3	0,6	1,2	1,5	-0,6	0,4	8,4	-	-	-2,8	-2,5
2024 Q1	0,4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2023 Q2	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
Q4	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2024 Q1	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,2	-	-
2023 Q2	0,6	0,7	0,4	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-	-
Q3	0,1	-0,4	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	-	-
Q4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,3	-	-
2024 Q1	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</b>												
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	1 283,0
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	1 341,7
2023	13 004,5	221,5	2 628,7	723,6	2 447,6	678,9	610,0	1 412,2	1 491,4	2 391,3	399,3	1 371,4
2023 Q1	3 201,4	57,1	660,9	178,2	605,1	164,1	147,5	343,9	364,4	582,8	97,4	339,1
Q2	3 244,4	55,6	662,1	180,1	612,6	169,3	152,1	349,9	372,2	591,7	98,9	336,3
Q3	3 256,3	54,8	653,2	181,8	611,7	170,9	155,0	353,3	374,5	600,8	100,2	346,3
Q4	3 297,2	54,0	662,0	184,2	618,6	173,2	155,0	359,2	381,2	609,1	100,8	353,7
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2023 Q1	0,1	1,0	-1,3	1,9	0,1	0,9	-0,4	0,9	0,1	0,2	2,1	-0,5
Q2	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,1	1,5	0,6	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,2
Q3	-0,1	-1,2	-1,0	-0,1	0,0	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1	1,7	0,1
Q4	0,0	0,8	-0,4	-0,1	-0,3	0,2	-0,6	0,1	0,3	0,6	-1,3	-0,2
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
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	0,6	0,6	-1,7	0,6	0,4	4,2	0,4	1,3	1,3	1,1	4,0	-1,2
2023 Q1	1,8	0,8	0,2	0,8	2,5	5,2	0,6	1,7	1,9	1,5	6,6	-2,5
Q2	0,9	1,2	-0,6	0,3	0,2	4,8	0,8	1,2	1,5	1,1	3,3	-1,3
Q3	0,2	0,0	-2,4	1,1	-0,6	3,6	0,8	1,2	1,0	0,7	3,2	-0,3
Q4	0,1	0,4	-3,0	1,1	-0,1	3,5	-0,3	1,1	1,0	1,1	3,2	-0,5
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2023 Q1	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,1	0,0	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
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	0,6	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2023 Q1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,9	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	0,1	0,1	-
Q4	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

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

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,007	3,4	12,831	7,8	3,2	10,347	6,9	2,484	16,9	6,548	7,4	6,283	8,2	2,5
2022	167,790	3,1	11,394	6,8	2,7	9,140	6,0	2,254	14,5	5,722	6,4	5,672	7,2	3,3
2023	169,982	2,9	11,174	6,6	2,4	8,877	5,8	2,297	14,5	5,642	6,2	5,533	6,9	3,0
2023 Q2	169,835	2,9	11,111	6,5	2,4	8,838	5,7	2,273	14,3	5,599	6,2	5,513	6,9	3,1
Q3	169,974	2,9	11,206	6,6	2,3	8,877	5,8	2,329	14,6	5,670	6,3	5,536	6,9	3,0
Q4	170,720	2,9	11,145	6,5	2,3	8,782	5,7	2,363	14,8	5,639	6,2	5,506	6,9	2,9
2024 Q1	-	-	-	6,5	-	-	5,7	-	14,5	-	6,2	-	6,9	2,9
2023 Nov.	-	-	11,155	6,5	-	8,831	5,7	2,324	14,7	5,669	6,2	5,486	6,9	-
Dez.	-	-	11,134	6,5	-	8,803	5,7	2,331	14,6	5,643	6,2	5,491	6,9	-
2024 Jan.	-	-	11,182	6,5	-	8,852	5,7	2,330	14,6	5,679	6,2	5,503	6,9	-
Febr.	-	-	11,203	6,5	-	8,875	5,7	2,328	14,6	5,690	6,2	5,514	6,9	-
März	-	-	11,098	6,5	-	8,807	5,7	2,291	14,3	5,594	6,1	5,504	6,9	-
April	-	-	10,998	6,4	-	8,726	5,6	2,272	14,1	5,577	6,1	5,421	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 <sup>1)</sup>	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,3	1,0	8,3	9,0	8,0	-2,9
2022	2,1	2,8	-1,9	5,0	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	10,0	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,4	2,3	-1,7	-5,6	1,5	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,8	14,5
2023 Q2	-0,8	0,1	-6,2	7,5	-1,6	-8,4	1,5	-2,2	-3,3	-1,1	-0,8	2,7	22,7
Q3	-4,8	-4,3	-5,3	-2,5	-3,2	-7,6	1,7	-2,3	-1,9	-1,6	-3,8	2,0	15,4
Q4	-3,9	-4,3	-4,5	-2,5	-6,7	-0,8	1,1	-0,8	-0,6	0,0	-4,0	1,8	4,1
2024 Q1	-4,6	-4,7	-2,5	-6,0	-5,5	-2,3	-0,2	-0,1	-0,5	0,2	-0,6	.	4,8
2023 Nov.	-5,2	-5,9	-5,6	-4,7	-6,9	0,7	-0,2	-0,6	-0,5	0,3	-3,1	1,5	5,3
Dez.	0,2	0,3	-3,4	4,7	-4,9	-1,7	2,4	-0,5	-0,1	-0,1	-3,4	1,9	-0,4
2024 Jan.	-6,5	-7,4	-2,9	-11,2	-4,2	0,3	0,6	-0,7	-1,3	-0,7	0,7	3,8	7,0
Febr.	-6,2	-6,2	-2,4	-8,9	-5,0	-4,1	-1,8	-0,3	-1,2	0,7	-1,5	4,9	4,5
März	-1,0	-0,8	-2,3	1,8	-7,1	-3,5	0,1	0,7	1,0	0,7	-1,0	.	2,9
April	.	.	.	.	.	.	.	0,0	-0,5	0,4	0,3	.	3,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Nov.	0,4	0,4	-0,7	0,5	1,1	2,0	-0,2	0,4	-0,1	0,3	1,9	0,1	0,7
Dez.	1,6	5,9	-1,3	11,6	0,4	0,7	0,4	-0,5	-0,6	-0,7	0,5	0,4	-1,3
2024 Jan.	-3,2	-6,7	2,2	-15,6	-0,3	0,8	0,8	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	-1,2
Febr.	1,0	0,9	0,8	1,7	-0,3	-3,4	0,4	-0,2	0,4	-1,1	1,0	1,0	1,0
März	0,6	0,9	-0,5	1,0	-1,8	-0,9	0,1	0,8	1,0	-0,1	1,0	.	-1,2
April	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-0,1	-2,2	.	-0,3

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,3	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 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	-5,2	-6,1	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
Q2	.	.	79,0	.	.	.	.	90,0	.	.	.	.
2023 Dez.	96,4	-9,0	.	-15,1	-3,5	-5,5	8,1	.	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	96,1	-9,3	79,4	-16,1	-4,5	-5,7	8,4	90,1	46,6	46,6	48,4	47,9
Febr.	95,5	-9,5	.	-15,5	-5,4	-6,7	6,1	.	46,5	46,6	50,2	49,2
März	96,3	-8,9	.	-14,9	-5,6	-6,0	6,5	.	46,1	47,1	51,5	50,3
April	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-5,9	-6,8	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
Mai	96,0	-9,9	.	-14,3	-6,0	-6,8	6,5	.	47,3	49,3	53,2	52,2

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und S&P Global Market Intelligence (Spalten 9-12).

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (brutto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,5	95,2	2,0	3,6	19,1	8,5	8,8	36,1	8,4	76,0	5,4	9,9	3,3
2022	13,7	92,8	-0,2	2,4	12,8	2,1	7,9	35,8	5,3	71,6	3,4	9,0	2,2
2023	14,4	87,0	1,3	2,1	3,1	1,3	-1,9	34,6	5,6	67,1	1,5	2,9	0,7
2023 Q1	13,5	90,8	1,3	2,3	7,1	2,0	4,2	35,5	5,6	69,5	2,8	1,2	1,6
Q2	13,9	89,3	1,3	2,2	2,3	2,2	1,1	35,5	5,6	68,5	1,8	19,9	0,9
Q3	14,0	88,0	0,4	2,0	1,3	1,1	-0,7	35,2	5,6	67,7	1,4	-11,2	0,5
Q4	14,4	87,0	2,0	2,1	2,2	1,3	-1,9	34,6	5,6	67,1	1,5	5,5	0,7

Quellen: EZB und Eurostat.

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

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q2	1 401,7	1 342,2	59,5	725,2	667,1	327,2	294,0	305,1	295,0	44,3	86,1	25,8	22,9
Q3	1 414,6	1 339,8	74,8	722,9	645,1	329,1	295,4	320,3	313,1	42,4	86,2	29,1	18,5
Q4	1 384,2	1 311,9	72,3	710,3	645,0	328,0	295,0	299,6	284,8	46,3	87,2	61,6	40,6
2024 Q1	1 445,7	1 341,9	103,7	746,9	632,2	340,3	324,1	314,8	311,8	43,7	73,8	22,0	18,3
2023 Okt.	457,1	440,1	17,0	230,1	217,8	109,7	98,4	102,7	94,5	14,6	29,5	10,7	9,6
Nov.	462,4	439,0	23,4	239,8	213,3	108,6	99,3	99,1	97,7	15,0	28,8	9,3	7,5
Dez.	464,7	432,8	31,9	240,4	213,8	109,8	97,3	97,8	92,6	16,8	29,0	41,6	23,5
2024 Jan.	480,1	441,0	39,1	249,5	201,8	112,2	107,9	104,2	107,3	14,2	23,9	4,8	9,1
Febr.	486,5	457,6	28,9	246,6	212,9	116,9	109,7	108,2	110,8	14,7	24,2	5,5	3,7
März	479,2	443,4	35,8	250,8	217,6	111,2	106,5	102,3	93,7	14,9	25,7	11,7	5,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 März	5 646,2	5 336,0	310,3	2 905,2	2 589,3	1 324,6	1 208,5	1 239,7	1 204,8	176,7	333,4	138,5	100,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 März	39,3	37,1	2,2	20,2	18,0	9,2	8,4	8,6	8,4	1,2	2,3	1,0	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q2	-1,5	-13,5	710,1	331,9	144,1	216,5	590,6	707,3	411,9	113,6	164,9	503,5	74,1
Q3	-5,2	-22,1	704,3	331,8	141,9	214,6	587,4	677,7	390,4	111,9	158,5	488,6	82,2
Q4	-4,6	-16,7	709,4	334,8	144,1	214,7	589,0	668,9	382,3	107,2	157,2	475,7	81,2
2024 Q1	-3,2	-12,3	712,7	.	.	.	587,4	652,8	.	.	.	458,9	.
2023 Okt.	-1,6	-15,3	236,4	112,1	47,6	70,8	197,5	226,0	130,0	36,2	53,1	160,5	29,5
Nov.	-4,2	-16,2	237,7	111,9	48,9	71,8	197,3	222,1	127,4	35,3	52,2	157,9	26,7
Dez.	-8,3	-18,7	235,2	110,9	47,6	72,1	194,2	220,8	124,9	35,7	52,0	157,4	25,0
2024 Jan.	0,6	-16,1	237,7	113,0	46,8	72,0	196,3	211,6	120,8	33,4	51,0	149,9	25,2
Febr.	0,1	-8,3	237,4	111,2	47,5	72,9	195,9	220,7	124,1	35,3	52,3	153,8	24,8
März	-9,2	-12,0	237,7	.	.	.	195,2	220,4	.	.	.	155,2	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q1	0,7	-3,0	99,2	95,5	98,4	108,0	98,6	110,4	108,5	111,4	111,1	109,8	144,9
Q2	-3,6	-6,6	97,3	92,7	99,4	105,2	97,2	109,7	107,9	112,3	112,0	110,9	159,0
Q3	-4,2	-10,1	96,3	93,8	95,9	102,4	95,9	106,6	104,5	111,5	109,4	108,5	171,7
Q4	-3,4	-8,7	96,5	93,2	96,1	102,9	95,7	104,3	101,1	104,3	107,8	105,3	164,4
2023 Sept.	-8,3	-13,4	96,1	94,6	93,5	101,3	95,7	104,6	103,0	108,1	107,0	106,6	173,5
Okt.	-0,2	-5,9	96,2	93,6	95,8	101,1	95,6	105,0	102,0	107,3	109,7	107,4	162,2
Nov.	-2,9	-9,4	96,6	93,0	96,4	103,3	96,1	103,1	100,0	101,1	107,3	103,8	162,6
Dez.	-7,3	-11,1	96,8	93,0	96,2	104,2	95,4	104,8	101,2	104,4	106,4	104,7	168,5
2024 Jan.	0,1	-9,5	97,3	95,5	93,3	102,2	96,1	101,4	99,0	96,4	103,9	100,4	160,9
Febr.	-1,1	-3,6	96,2	92,2	91,9	104,4	94,8	103,1	99,9	101,8	105,9	102,2	166,6

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Administrierte Preise		
	Index: 2015 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Ins-gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel											1
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2023 Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,9	0,7	-4,3	1,2	6,1	6,8	
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	0,5	1,3	0,9	5,0	4,5	
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3	
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,2	0,3	0,2	1,1	2,7	2,3	
2023 Dez.	124,0	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7	
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	0,2	-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	0,0	0,3	0,2	2,4	2,1	
Mai <sup>3)</sup>	126,3	2,6	2,9	.	4,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,2	0,5	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitleistungen 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 Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
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
2023 Dez.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8
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 <sup>3)</sup>	2,6	2,9	1,8	.	0,8	0,3	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

### 3 Preise und Kosten

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,4	5,7	10,9	2,6	2,2	3,4	1,7	30,3	5,8	7,9	0,5
2022	133,5	33,5	17,2	14,0	19,9	7,2	12,2	16,5	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	8,4	5,0	-13,3	6,8	-1,1	-7,4
2023 Q2	129,0	-0,8	0,7	4,1	-0,6	5,7	9,5	9,6	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,4
Q3	128,1	-8,8	-0,5	1,3	-4,0	4,4	6,4	5,5	4,1	-25,2	4,9	-2,2	-6,7
Q4	128,4	-8,7	-1,2	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,1	2,4	-23,1	4,6	-1,1	-8,7
2024 Q1	125,4	-8,1	-1,6	-1,3	-5,2	2,0	1,5	-0,3	0,9	-20,4	3,6	.	.
2023 Nov.	128,5	-8,1	-1,4	-0,2	-4,9	3,2	3,6	2,0	2,4	-21,9	-	-	-
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	0,2	1,1	-19,9	-	-	-
Febr.	125,1	-8,4	-1,6	-1,3	-5,4	2,0	1,4	-0,4	0,9	-21,2	-	-	-
März	124,5	-7,8	-1,3	-1,3	-4,8	1,9	1,2	-0,6	0,8	-20,3	-	-	-
April	123,3	-5,7	-0,7	-1,0	-3,9	1,5	1,0	-0,9	0,7	-14,7	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

#### 3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	BIP-Deflatoren								Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)					
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>		Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2021	109,7	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	121,8	6,0	4,3	6,1	3,9	4,1	0,5	-2,9	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 Q2	121,2	6,3	4,3	6,8	4,5	4,2	0,3	-3,7	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	122,1	5,9	3,2	5,8	4,1	3,1	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
Q4	123,8	5,3	3,8	3,8	3,0	2,7	-1,4	-4,5	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	76,5	-2,9	2,8	-8,4	-3,5	1,0	-8,7
2023 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,3	-0,7	-9,6	-6,3	-3,2	-9,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-3,9	1,2	-8,9	-4,1	0,4	-9,1
März	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	0,5	7,9	-6,6	-0,2	5,8	-7,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	85,0	11,7	19,2	4,2	9,8	14,5	4,1
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,4	12,6	12,2	11,4	11,0	11,9

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 Q2	7,1	29,8	18,0	12,3	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,5	22,1	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
2023 Dez.	3,6	18,4	18,8	11,6	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	4,6	18,6	20,0	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Febr.	4,0	16,9	17,3	3,7	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
März	5,6	14,3	15,1	1,6	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
April	5,6	14,0	14,0	2,5	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
Mai	6,4	13,7	13,2	3,6	56,9	49,4	60,5	48,2	54,2

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

### 3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,0	0,5	0,9	0,9	1,4
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,2	2,9
2023	110,4	4,4	4,4	4,7	4,9	3,4	4,5
2023 Q2	113,7	4,3	4,4	4,0	4,6	3,8	4,4
Q3	107,4	5,2	5,2	4,9	5,7	3,9	4,7
Q4	117,9	3,3	3,2	4,0	4,0	2,0	4,5
2024 Q1	107,6	4,9	5,0	4,4	5,1	5,0	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 Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2021	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	8,3	5,6	7,4	4,4	5,2	4,4	6,5	4,5	2,3
2023 Q1	118,8	5,9	3,9	6,9	5,3	6,5	4,5	5,8	4,2	7,0	3,9	0,0
Q2	119,5	6,2	2,4	7,0	5,8	7,7	4,5	4,6	4,9	6,6	4,9	2,9
Q3	121,5	6,5	4,5	9,2	5,0	8,0	4,1	4,5	3,5	6,6	5,1	2,9
Q4	123,2	5,9	3,7	9,2	5,4	6,9	4,2	5,8	4,9	5,5	3,8	3,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
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	3,4	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,2	5,6	5,5	4,7	5,8	5,1	4,6	4,0	6,2	4,1	5,5
2023 Q1	121,0	5,4	6,1	5,7	4,3	6,7	4,8	5,2	3,7	6,9	4,0	5,4
Q2	121,7	5,3	6,0	5,2	5,0	5,9	5,3	4,4	3,8	6,2	4,7	5,5
Q3	123,3	5,2	5,5	5,8	4,7	5,2	5,3	4,2	3,8	6,3	4,4	5,7
Q4	124,6	4,7	4,8	5,5	4,7	5,3	5,0	4,7	4,7	5,2	3,4	5,3
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
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	1,9	-2,6	-0,9	-1,5	0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	3,1
2023 Q2	101,8	-0,8	3,5	-1,6	-0,7	-1,6	0,8	-0,2	-1,0	-0,4	-0,3	2,6
Q3	101,5	-1,2	1,0	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	-0,2	0,3	-0,3	-0,7	2,7
Q4	101,2	-1,1	1,0	-3,4	-0,7	-1,5	0,7	-1,1	-0,2	-0,2	-0,4	2,1
2024 Q1	101,2	-0,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
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	5,1	5,4	5,8	4,8	5,8	5,3	5,0	4,5	6,0	4,0	4,7
2023 Q1	121,8	4,7	4,7	5,2	4,1	5,3	5,0	5,2	4,0	6,1	3,7	4,1
Q2	122,5	5,0	6,4	5,0	5,1	6,0	5,1	4,2	4,1	5,8	4,1	4,2
Q3	124,4	5,0	5,1	5,8	5,0	5,3	5,5	4,5	4,7	6,0	4,0	4,3
Q4	125,9	4,5	4,6	5,3	3,8	5,4	4,4	4,8	4,0	4,8	3,2	5,0
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
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	-0,9	2,1	-2,3	-0,6	-1,3	1,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,4	2,5
2023 Q1	103,7	-0,8	1,5	-1,6	-0,9	-0,5	0,6	-0,5	-0,1	-0,4	0,0	4,0
Q2	103,6	-1,0	3,8	-1,8	-0,9	-1,5	0,6	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	1,6
Q3	103,5	-1,3	1,1	-3,0	-0,3	-2,4	1,6	-0,2	0,1	-0,6	-1,0	1,7
Q4	103,3	-1,2	1,1	-3,5	-1,0	-1,3	0,4	-0,8	0,2	-0,5	-0,7	2,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Dez.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
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

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

### 4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 Dez.	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

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

### 4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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
2023 Dez.	472,0	4 508,6	1 019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4 688,4	33 118,0
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

Quelle: LSEG.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Mai	0,21	1,30	2,47	2,48	7,15	16,35	8,16	7,60	8,31	5,08	4,28	3,99	3,65	3,31	3,93	3,59
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	5,37	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	3,85
März	0,39	1,71	3,18	2,91	8,16	16,90	8,09	7,79	8,54	5,16	4,79	4,00	3,57	3,44	4,05	3,80
April	0,39	1,73	3,12	2,89	8,14	16,92	8,11	7,85	8,58	5,19	4,82	3,99	3,59	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)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Mai	0,49	2,96	3,13	4,56	5,05	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,58
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	5,66	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	3,98	5,14
März	0,90	3,68	3,60	5,35	5,39	5,70	5,53	5,41	5,17	4,34	5,16	5,16	4,16	5,18
April	0,91	3,66	3,30	5,36	5,20	5,60	5,62	5,35	5,09	4,30	5,19	4,99	4,13	5,18

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten		
			Insgesamt	FMKGs				Insgesamt						FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2021	1 408,4	429,7	125,2	48,8	88,8	764,7	674,9	387,2	138,6	79,0	26,3	32,1	137,6	104,8	
2022	1 378,0	473,9	142,6	50,4	94,6	667,0	621,7	480,7	182,9	115,8	48,1	48,1	133,9	97,1	
2023	1 519,6	595,3	134,3	51,1	88,4	701,8	659,1	499,4	211,5	111,4	37,8	49,0	127,5	103,8	
2023 Nov.	1 542,5	598,2	134,2	46,5	98,1	712,0	667,7	481,1	187,2	119,5	40,0	45,5	129,0	100,2	
2023 Dez.	1 519,6	595,3	134,3	51,1	88,4	701,8	659,1	329,1	143,3	80,0	36,0	32,1	73,6	60,7	
2024 Jan.	1 532,4	598,9	155,5	51,4	93,2	684,8	642,7	541,5	212,1	132,9	43,2	47,7	148,8	121,6	
2024 Febr.	1 525,7	593,5	152,9	49,6	96,0	683,4	643,2	457,6	183,1	112,3	36,8	39,7	122,5	100,7	
2024 März	1 528,0	600,3	151,2	48,3	85,1	691,4	644,0	461,7	181,5	109,7	33,1	38,9	131,5	102,8	
2024 April	1 497,2	564,1	153,9	47,3	91,4	687,8	643,4	438,5	173,6	93,5	32,4	46,1	125,3	103,8	
<b>Langfristig</b>															
2021	19 872,6	4 170,0	3 341,1	1 350,1	1 620,3	10 741,2	9 942,9	316,2	68,7	83,4	33,8	23,3	140,9	128,1	
2022	17 817,7	3 956,3	3 204,6	1 347,1	1 414,3	9 242,4	8 559,1	297,9	79,4	71,6	30,1	16,9	130,0	121,2	
2023	19 460,7	4 485,8	3 387,7	1 362,5	1 525,1	10 062,0	9 361,1	322,1	94,4	69,2	25,4	21,0	137,5	129,9	
2023 Nov.	18 976,4	4 400,1	3 345,8	1 356,9	1 482,4	9 748,1	9 065,7	302,9	83,7	87,6	36,1	25,7	105,9	101,2	
2023 Dez.	19 460,7	4 485,8	3 387,7	1 362,5	1 525,1	10 062,0	9 361,1	214,8	68,9	59,6	19,5	16,7	69,6	68,0	
2024 Jan.	19 564,1	4 542,8	3 447,3	1 371,7	1 524,9	10 049,1	9 345,3	471,0	167,2	91,8	31,3	22,7	189,2	172,3	
2024 Febr.	19 520,6	4 543,0	3 442,8	1 364,6	1 514,8	10 020,0	9 311,1	369,8	100,3	63,6	11,3	19,5	186,4	168,1	
2024 März	19 793,3	4 622,2	3 471,7	1 372,2	1 535,6	10 163,8	9 445,2	435,0	124,4	95,7	31,7	35,8	179,1	164,4	
2024 April	19 685,1	4 638,9	3 459,0	1 361,8	1 528,8	10 058,3	9 351,8	322,8	96,1	58,3	10,8	27,5	140,8	135,0	

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)								
			Insgesamt	FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2021	21 281,0	4 599,7	3 466,3	1 398,8	1 709,1	11 505,9	10 617,8	10 368,4	600,3	1 486,6	8 280,5
2022	19 195,7	4 430,2	3 347,2	1 397,4	1 508,9	9 909,4	9 180,8	8 711,1	525,2	1 290,2	6 895,1
2023	20 980,3	5 081,1	3 522,0	1 413,7	1 613,4	10 763,7	10 020,2	9 689,7	621,8	1 414,9	7 652,6
2023 Nov.	20 518,9	4 998,3	3 480,0	1 403,4	1 580,5	10 460,1	9 733,4	9 392,7	611,5	1 395,6	7 385,2
2023 Dez.	20 980,3	5 081,1	3 522,0	1 413,7	1 613,4	10 763,7	10 020,2	9 689,7	621,8	1 414,9	7 652,6
2024 Jan.	21 096,5	5 141,7	3 602,8	1 423,2	1 618,1	10 733,9	9 988,0	9 841,5	641,1	1 443,2	7 756,7
2024 Febr.	21 046,3	5 136,4	3 595,7	1 414,2	1 610,8	10 703,4	9 954,3	10 165,8	652,5	1 506,6	8 006,2
2024 März	21 321,3	5 222,5	3 622,8	1 420,4	1 620,7	10 855,2	10 089,2	10 521,7	727,4	1 595,5	8 198,4
2024 April	21 182,3	5 203,0	3 613,0	1 409,1	1 620,2	10 746,1	9 995,2	10 247,2	729,1	1 531,8	7 985,9
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>											
2023 Sept.	6,3	11,3	4,4	3,9	2,0	5,4	6,2	-1,0	-3,1	1,2	-1,2
2023 Okt.	5,9	10,9	4,1	3,7	2,5	4,8	5,5	-1,4	-3,0	1,1	-1,7
2023 Nov.	5,3	10,4	2,8	1,1	2,5	4,4	4,9	-1,3	-3,3	1,0	-1,5
2023 Dez.	5,7	11,8	2,9	1,2	2,3	4,5	5,0	-1,5	-3,1	0,8	-1,7
2024 Jan.	5,8	10,8	4,4	2,7	2,3	4,6	5,1	-1,5	-3,0	0,8	-1,8
2024 Febr.	5,5	10,2	4,0	1,9	2,2	4,4	4,8	-1,5	-3,0	0,8	-1,7
2024 März	5,6	10,9	4,3	2,4	2,6	4,2	4,6	-1,3	-3,0	1,1	-1,6
2024 April	5,4	10,0	3,9	0,7	2,6	4,2	4,5	-1,4	-3,1	0,7	-1,6

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2021	99,6	93,7	93,7	89,4	68,3	87,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,7	84,3	63,3	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,4	65,1	86,5	121,8	94,7
2023 Q2	98,2	93,9	98,1	88,2	64,3	85,9	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	99,0	89,0	65,3	87,4	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,3	89,0	65,3	87,1	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,5	98,5	.	.	.	123,7	95,2
2023 Dez.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,9
2024 Jan.	98,4	94,4	98,4	-	-	-	123,6	95,2
Febr.	98,1	94,2	98,2	-	-	-	123,3	94,9
März	98,8	94,8	98,8	-	-	-	124,2	95,5
April	98,6	94,6	98,5	-	-	-	124,0	95,2
Mai	98,9	94,8	98,8	-	-	-	124,4	95,3
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2024 Mai	0,3	0,3	0,3	-	-	-	0,3	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2024 Mai	1,0	1,3	1,0	-	-	-	2,8	1,2

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	Schwe- dische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 Q3	7,886	.	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
Q4	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 Q1	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
Q2	7,794	.	25,043	7,460	389,736	166,824	4,291	0,856	4,9742	11,605	0,980	1,077
2023 Dez.	7,787	.	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
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
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2024 Mai	0,7	0,0	-1,8	0,0	-1,3	2,1	-0,5	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2024 Mai	3,0	.	5,2	0,2	4,0	13,2	-5,6	-1,7	0,6	2,2	0,8	-0,5

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2023 Q1	31 760,6	31 487,6	273,0	12 342,4	10 109,1	11 351,7	13 390,3	35,4	6 897,7	7 988,2	1 133,5	16 096,9
Q2	31 906,0	31 584,7	321,3	12 230,2	9 984,7	11 737,5	13 698,8	13,5	6 819,1	7 901,2	1 105,7	16 069,4
Q3	32 083,3	31 600,0	483,3	12 334,0	10 074,6	11 785,9	13 705,3	-9,6	6 859,0	7 820,1	1 114,1	16 078,3
Q4	32 017,5	31 432,1	585,3	11 957,1	9 642,3	12 219,9	14 267,5	8,3	6 683,8	7 522,3	1 148,3	15 749,5
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2023 Q4	222,7	218,6	4,1	83,2	67,1	85,0	99,2	0,1	46,5	52,3	8,0	109,6
<b>Transaktionen</b>												
2023 Q2	12,9	-27,2	40,1	-104,3	-97,0	213,7	131,6	-5,0	-93,4	-61,8	1,9	-
Q3	122,2	26,8	95,4	8,3	-0,5	96,5	114,6	-2,7	22,2	-87,3	-2,2	-
Q4	-326,7	-424,5	97,8	-321,5	-311,6	41,9	93,1	23,6	-77,1	-206,0	6,4	-
2024 Q1	489,7	411,2	78,5	58,5	13,5	131,4	199,9	23,8	274,8	197,7	1,2	-
2023 Okt.	-38,2	-71,8	33,6	-119,8	-121,4	0,7	8,7	17,3	60,1	40,8	3,5	-
Nov.	10,0	-27,9	38,0	-54,6	-57,0	79,0	33,9	1,3	-17,0	-4,9	1,4	-
Dez.	-298,5	-324,7	26,2	-147,0	-133,2	-37,7	50,5	5,0	-120,3	-242,0	1,5	-
2024 Jan.	175,8	170,3	5,5	-5,3	-8,3	55,1	123,4	15,6	109,5	55,1	0,8	-
Febr.	182,5	174,0	8,5	34,0	2,2	45,4	56,6	13,8	88,4	115,2	0,9	-
März	131,4	66,9	64,5	29,8	19,7	30,9	19,8	-5,6	76,9	27,3	-0,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2024 März	298,1	-13,7	311,8	-359,0	-395,5	483,5	539,2	39,7	126,5	-157,4	7,3	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2024 März	2,1	-0,1	2,2	-2,5	-2,8	3,4	3,8	0,3	0,9	-1,1	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	M2-M1		Zusammen		Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
				Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2021	1 469,3	9 822,6	11 291,8	918,8	2 504,9	3 423,7	14 715,5	118,7	644,1	25,3	788,1	15 503,7
2022	1 539,5	9 763,0	11 302,6	1 382,1	2 563,9	3 946,1	15 248,7	124,2	646,1	49,5	819,8	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	10 714,5	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	15 073,2	131,0	714,4	75,7	921,1	15 994,3
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 <sup>(p)</sup>	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 Nov.	1 533,7	8 835,1	10 368,7	2 232,6	2 446,9	4 679,5	15 048,3	161,4	719,3	73,1	953,8	16 002,1
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 <sup>(p)</sup>	1 531,4	8 712,1	10 243,4	2 459,1	2 431,4	4 890,5	15 133,9	205,1	797,0	70,3	1 072,4	16 206,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2021	106,6	908,1	1 014,7	-121,0	65,7	-55,3	959,4	12,3	20,3	13,2	45,7	1 005,1
2022	70,3	-47,4	23,0	429,5	54,9	484,4	507,4	3,9	2,4	76,6	82,8	590,2
2023	-5,0	-954,4	-959,3	925,5	-100,1	825,4	-133,9	40,9	93,8	23,1	157,8	23,9
2023 Q2	-6,9	-275,5	-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	-129,3	228,9	-6,8	222,2	92,9	35,0	26,0	-6,3	54,6	147,6
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-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 Nov.	-2,2	-27,4	-29,7	66,4	-6,2	60,2	30,6	17,8	7,9	-15,1	10,6	41,2
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 <sup>(p)</sup>	9,0	-25,9	-16,9	11,3	0,4	11,7	-5,2	12,2	9,8	0,5	22,5	17,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2021	7,8	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,2	158,5	6,2	6,9
2022	4,8	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	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 <sup>(p)</sup>	-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 Nov.	-0,6	-10,9	-9,5	68,7	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	92,2	17,7	-0,9
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 <sup>(p)</sup>	-0,3	-7,0	-6,0	45,4	-4,2	15,7	0,0	78,5	17,8	-10,7	22,6	1,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 088,0	5 380,9	374,1	2 332,3	0,7	1 272,7	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,4	497,6	135,0	6,4	8 373,4	5 536,6	444,9	2 391,1	0,9	1 302,3	236,3	560,8
2023	3 335,4	2 424,0	767,7	131,6	12,1	8 425,1	5 111,0	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,4	234,8	541,7
2023 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	2 438,9	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 <sup>(p)</sup>	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 Nov.	3 326,1	2 405,1	772,6	132,0	16,4	8 373,2	5 123,7	969,9	2 278,8	0,8	1 217,1	223,3	536,3
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 <sup>(p)</sup>	3 348,0	2 385,9	824,8	126,8	10,7	8 486,2	5 058,2	1 159,7	2 267,4	1,0	1 248,1	209,9	515,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,0	411,1	-65,0	76,1	-0,2	159,2	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,1	167,5	75,2	53,3	0,1	1,2	7,7	14,0
2023	-29,1	-302,9	269,3	-1,4	5,9	22,5	-458,3	575,4	-95,1	0,6	-55,5	0,0	-25,9
2023 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	21,1	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,6	-93,0	175,0	-6,0	0,6	30,9	23,0	-24,1
2024 Q1 <sup>(p)</sup>	-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 Nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	23,6	-30,0	60,9	-7,4	0,1	20,3	13,4	-10,8
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 <sup>(p)</sup>	13,3	3,8	10,4	-0,8	-0,2	27,3	2,8	24,2	0,4	-0,1	2,6	-17,6	-27,7
<b>Wachstumsraten</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 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 <sup>(p)</sup>	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 Nov.	-1,8	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,7	-4,4	-18,6	-8,7	-8,9	-5,1
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 <sup>(p)</sup>	0,7	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,7	-4,3	9,0	1,9	-8,6	-8,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	13 178,0	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	15 431,0	12 986,7	13 208,0	5 127,0	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 Nov.	6 226,7	986,0	5 215,5	15 474,0	13 035,7	13 237,3	5 118,3	6 654,4	1 129,0	134,1	1 560,4	877,9
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	6 208,5	972,7	5 210,2	15 536,4	13 059,1	13 292,9	5 112,2	6 641,7	1 168,2	137,0	1 557,5	919,8
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	636,0	624,1	680,8	269,5	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,4
2023	-160,5	-16,8	-144,0	55,4	25,0	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	-9,4	-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	10,1	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 Q1	-75,1	-16,4	-58,9	60,9	24,9	37,5	-4,1	-0,9	29,2	0,8	12,3	23,7
2023 Nov.	-15,1	-2,1	-13,1	0,4	14,6	21,6	-3,9	11,2	8,2	-0,8	-6,7	-7,5
Dez.	36,4	9,0	27,3	6,1	-5,1	13,4	11,3	-3,5	-17,8	4,9	-4,4	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	4,3	7,6	4,5	3,6	-13,4	10,6
April	13,3	-3,5	16,7	-4,6	14,0	17,8	-3,9	-1,5	22,2	-2,8	-12,5	-6,1
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	6,2	-1,2	0,5	7,2
2023 Nov.	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9
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	6,2	-1,2	0,5	7,2
April	-1,9	-0,8	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,1	-0,2	8,6	-4,5	-0,5	5,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup> (in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumen- tenkredite	Wohnungs- baukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>				Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2021	4 864,8	4 995,5	885,0	1 005,2	2 974,6	6 372,6	6 637,5	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 129,8	5 130,8	962,7	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	5 127,0	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 Nov.	5 118,3	5 129,6	904,6	1 087,5	3 126,1	6 654,4	6 868,5	732,1	5 233,4	688,9
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	5 112,2	5 128,1	876,3	1 088,1	3 147,8	6 641,7	6 875,2	741,1	5 223,8	676,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,5	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	10,6	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	-10,4	-10,8	-3,3	5,5	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
Q4	10,1	30,3	4,0	5,4	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 Q1	-4,1	-2,0	-19,8	-1,2	16,9	-0,9	9,8	9,4	-5,2	-5,0
2023 Nov.	-3,9	12,9	-1,8	-2,4	0,3	11,2	3,4	1,5	9,0	0,7
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	4,3	4,7	-3,1	-0,7	8,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,9
April	-3,9	-4,1	-8,1	-2,1	6,2	-1,5	2,6	-0,4	1,4	-2,5
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	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	0,4	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2023 Nov.	-0,7	0,0	-8,0	1,4	0,9	0,2	0,5	2,6	0,4	-2,9
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	0,4	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
April	-0,1	0,3	-3,9	-0,6	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2021	736,1	6 884,3	1 838,9	37,1	1 999,0	3 009,3	1 376,4	410,6	128,5	136,8
2022	648,6	6 755,7	1 783,1	45,9	2 121,8	2 804,8	1 333,4	387,1	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	6 985,1	1 806,8	61,5	2 229,8	2 886,9	1 461,0	293,8	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 <sup>(p)</sup>	399,4	7 464,6	1 828,5	105,2	2 502,4	3 028,5	2 045,5	243,1	178,0	174,2
2023 Nov.	407,5	7 273,8	1 827,9	83,7	2 414,0	2 948,2	1 793,9	188,7	170,4	162,0
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	3 003,3	1 961,6	217,3	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	7 464,6	1 828,5	105,2	2 502,4	3 028,5	2 045,5	243,1	178,0	174,2
April <sup>(p)</sup>	438,2	7 508,0	1 826,6	107,9	2 531,7	3 041,8	2 172,1	235,6	163,6	177,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	62,1	-89,0	-4,4	15,5	140,0	-68,3	-174,8	10,4	18,0
2023	-193,7	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	96,4	16,9	11,4	44,9	23,2	130,4	-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 <sup>(p)</sup>	-61,5	107,0	4,9	14,7	94,3	-6,8	133,8	-18,6	25,6	21,5
2023 Nov.	-32,5	16,5	-4,9	6,0	16,7	-1,4	64,7	-24,8	7,3	10,7
Dez.	53,8	12,3	-2,0	6,8	19,2	-11,7	52,9	98,3	-15,4	-9,4
2024 Jan.	-3,7	61,8	2,7	6,4	38,3	14,5	105,9	-53,9	10,7	7,0
Febr.	-18,6	12,4	1,8	4,7	14,8	-8,9	-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 <sup>(p)</sup>	38,5	24,0	-1,8	2,7	23,3	-0,2	103,7	-32,6	-14,4	3,2
<b>Wachstumsraten</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
2023 Nov.	-40,3	5,3	1,3	68,5	10,3	2,8	-	-	7,4	-2,7
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 <sup>(p)</sup>	-23,4	5,1	0,4	89,7	12,4	0,8	-	-	9,6	11,8

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				Sozial- ausgaben	
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,5	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 Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenz	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2020	13,1	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 Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 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	13,0	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5
2023 Nov.	12,9	11,5	3,5	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
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
2024 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	2,2	2,0	1,4	3,7	2,3
März	13,0	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5
April	12,9	11,5	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,2	2,1	1,5	3,7	2,6

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2020	-9,0	-4,3	-5,4	-5,0	-9,8	-10,1	-8,9	-7,2	-9,4	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,6	-2,5	-8,7	-1,8
2022	-3,6	-2,5	-1,0	1,7	-2,5	-4,7	-4,8	0,1	-8,6	2,7
2023	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
2023 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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 5. Juni 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-24-004-DE-N (Online-Version)