



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2024



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2    Konjunktorentwicklung	15
3    Preise und Kosten	23
4    Finanzmarktentwicklungen	30
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	36
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	44
<b>Kästen</b>	<b>47</b>
1    Spekulationen bei den Öl- und Gaspreisen in Zeiten geopolitischer Risiken	47
2    Wie die Geopolitik den Handel verändert	54
3    Wie haben die privaten Haushalte in Anbetracht der hohen Inflation ihr Konsum- und Sparverhalten angepasst?	60
4    Bestimmungsfaktoren der Teuerung bei Nahrungsmitteln im Euroraum in den vergangenen zwei Jahren	67
5    Genauigkeit der jüngsten Projektionen von Fachleuten des Eurosystems bzw. der EZB zur kurzfristigen Inflationsentwicklung – ein Update	74
6    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 1. November 2023 bis zum 30. Januar 2024	82
7    Der Euro als internationale Währung aus der Perspektive des Zahlungsverkehrs	88
8    Der Klima- und Umweltplan der EZB für 2024-2025	93
<b>Aufsätze</b>	<b>98</b>
1    Auswirkungen der jüngsten Schocks und gegenwärtigen strukturellen Veränderungen auf das Produktivitätswachstum im Euroraum	98
2    Gibt es eine digitale Kluft im Zahlungsverkehr? – Eine Analyse der Bedeutung von Bargeld aus Nutzersicht	122
<b>Statistik</b>	<b>137</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 7. März 2024, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung am 25. Januar ist die Inflation weiter zurückgegangen. In den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024 ist die Teuerung – insbesondere für das laufende Jahr – nach unten korrigiert worden. Grund dafür ist vor allem ein niedrigerer Beitrag der Energiepreise. Die Fachleute erwarten nun eine Inflation von durchschnittlich 2,3 % für 2024, 2,0 % für 2025 und 1,9 % für 2026. Die Projektionen für die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sind ebenfalls nach unten korrigiert worden, und zwar auf einen Durchschnitt von 2,6 % für 2024, 2,1 % für 2025 und 2,0 % für 2026. Obwohl sich die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiter abgeschwächt haben, bleibt der binnenwirtschaftliche Preisdruck hoch. Dies ist unter anderem einem starken Lohnwachstum zuzuschreiben. Die Finanzierungsbedingungen sind restriktiv, und die bisherigen Zinserhöhungen dämpfen weiterhin die Nachfrage, was zum Rückgang der Inflation beiträgt. Die Fachleute haben ihre Wachstumsprojektion für 2024 nach unten korrigiert, und zwar auf 0,6 %. Sie gehen davon aus, dass sich die Konjunktur auf kurze Sicht weiter verhalten entwickeln wird. Für die Zeit danach erwarten sie, dass die Wirtschaft wieder anzieht und in den Jahren 2025 und 2026 um 1,5 % bzw. 1,6 % wachsen wird. Gestützt werden dürfte diese Entwicklung zunächst vom Konsum und später auch von den Investitionen.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung ist er der Auffassung, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befinden, das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu diesem Ziel leisten wird. Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden gewährleisten, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt werden.

Bei der Bestimmung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Seine Zinsbeschlüsse werden vor allem auf seiner Einschätzung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

## Konjunktorentwicklung

Die Wirtschaft entwickelt sich nach wie vor schwach. Die Verbraucher hielten sich mit ihren Ausgaben weiterhin zurück, die Investitionstätigkeit schwächte sich ab, und die Unternehmen exportierten weniger. Zurückzuführen war dies auf eine geringere Auslandsnachfrage und einen gewissen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Umfragen deuten jedoch auf eine allmähliche Erholung im Verlauf dieses Jahres hin. Angesichts einer sinkenden Inflation und anhaltender Lohnzuwächse werden die Realeinkommen wieder steigen, was das Wachstum unterstützen wird. Der dämpfende Effekt vergangener Zinserhöhungen wird zudem allmählich nachlassen, und die Nachfrage nach Ausfuhren des Euroraums sollte zunehmen.

Die Arbeitslosenquote liegt auf ihrem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Im vierten Quartal 2023 legte die Beschäftigung um 0,3 % zu und wuchs damit erneut stärker als die Konjunktur. Infolgedessen verringerte sich die Produktion je Beschäftigten weiter. Die Zahl der Stellenausschreibungen ging unterdessen zurück. Gleichzeitig berichteten weniger Unternehmen, dass ihre Produktion durch einen Mangel an Arbeitskräften eingeschränkt ist.

Den Projektionen vom März 2024 zufolge wird sich das Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf sukzessive erholen, da das real verfügbare Einkommen vor dem Hintergrund einer sinkenden Inflation und eines robusten Lohnwachstums steigt und sich die Terms of Trade verbessern. Da die derzeitigen Störungen des Schiffsverkehrs im Roten Meer wahrscheinlich nicht zu erneuten umfangreichen Angebotsbeschränkungen führen werden, dürfte das Exportwachstum mit der anziehenden Auslandsnachfrage Schritt halten. Auf mittlere Sicht dürfte die Erholung zudem dadurch gestützt werden, dass die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB allmählich nachlassen. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Erwartungen zufolge 2024 bei 0,6 % liegen und in den Jahren 2025 und 2026 auf 1,5 % bzw. 1,6 % steigen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023 wurde der Ausblick für das BIP-Wachstum 2024 nach unten korrigiert. Ausschlaggebend hierfür waren Überhangeffekte aufgrund der zurückliegenden unerwartet negativen Daten und die aktuell schwächeren zukunftsgerichteten Informationen. Der Ausblick für 2025 blieb unverändert, für 2026 wurde er indessen leicht nach oben korrigiert.

Die Regierungen sollten die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen fortsetzen, damit der Disinflationsprozess nachhaltig voranschreiten kann. Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten verstärkt werden, um die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum zu steigern, die Angebotskapazität zu erhöhen sowie die hohen öffentlichen Schuldenquoten nach und nach zu verringern. Eine raschere Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ und ein entschlosseneres Vorgehen beim Abbau nationaler Barrieren für eine tiefere und bessere Integration des Bankensektors und der Kapitalmärkte können zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel sowie zu einem geringeren Preisdruck auf mittlere Sicht beitragen. Die Reform des

wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte unverzüglich umgesetzt werden.

## Inflation

Die Inflation verringerte sich im Januar leicht auf 2,8 % und der Schnellschätzung von Eurostat zufolge im Februar weiter auf 2,6 %. Bei Nahrungsmitteln ging die Teuerung erneut zurück, und zwar auf 5,6 % im Januar und 4,0 % im Februar. Die Energiepreise sanken in beiden Monaten weiter gegenüber dem Vorjahreswert, wenn auch nicht so stark wie im Dezember. Auch bei Waren ließ der Preisauftrieb weiter nach. Im Januar lag er bei 2,0 % und im Februar bei 1,6 %. Nachdem die Teuerung bei den Dienstleistungen drei Monate in Folge bei 4,0 % verharnt hatte, verringerte sie sich im Februar leicht auf 3,9 %.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sanken im Januar erneut, da die Auswirkungen vergangener Angebotsschocks weiter nachließen und die straffe Geldpolitik die Nachfrage dämpfte. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck ist jedoch nach wie vor erhöht. Dies ist zum Teil auf kräftige Lohnsteigerungen und eine abnehmende Arbeitsproduktivität zurückzuführen. Zugleich gibt es Anzeichen dafür, dass sich das Lohnwachstum abzuschwächen beginnt. Zudem wird ein Teil der steigenden Arbeitskosten durch die Gewinne aufgefangen, was die inflationären Effekte verringert.

Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten ihren Abwärtstrend fortsetzen. Für die Zeit danach wird eine Rückkehr der Inflation zum Zielwert des EZB-Rats erwartet, wenn sich die Arbeitskosten verhaltener entwickeln und die Effekte der vergangenen Energiepreisschocks, der Angebotsengpässe sowie des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie abklingen. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weitgehend unverändert und liegen zumeist bei rund 2 %.

Den Projektionen vom März 2024 zufolge wird sich die Inflation weiter abschwächen, wenn auch in einem moderateren Tempo als 2023. Ursächlich für den projizierten Inflationsrückgang sind das kontinuierliche Nachlassen des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen und die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung. Der Preisdruck sollte sich weiter verringern, da die Störungen des Schiffsverkehrs im Roten Meer voraussichtlich nur einen begrenzten Aufwärtsdruck ausüben werden. Angesichts rückläufiger Energiepreise dürfte die dynamische Entwicklung der Arbeitskosten der wichtigste Bestimmungsfaktor der Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel sein. Angetrieben von der anhaltend angespannten Arbeitsmarktlage dürfte das Wachstum der Nominallöhne erhöht bleiben, sich aber über den Projektionszeitraum hinweg allmählich abschwächen, da der aufwärtsgerichtete Einfluss des Inflationsausgleichs schwindet. Eine Erholung des Produktivitätswachstums sollte dazu beitragen, dass der Arbeitskostendruck weiter nachlässt. Das Gewinnwachstum dürfte während des Projektionszeitraums sinken und bei der Weitergabe der Arbeitskosten als Puffer fungieren. Die durchschnittliche jährliche Gesamtinflation wird den Erwartungen zufolge von 5,4 % im Jahr 2023 auf

2,3 % im Jahr 2024, 2,0 % im Jahr 2025 und 1,9 % im Jahr 2026 zurückgehen. Angesichts der schwachen Aussichten für den Preisauftrieb bei Energie dürfte die Gesamtinflation über den Projektionszeitraum hinweg unter der Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel bleiben. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2023 wurde die Gesamtinflation für 2024 und 2025 nach unten korrigiert. Verantwortlich hierfür sind vor allem die direkten und indirekten Effekte der niedrigeren Preisannahmen für Energierohstoffe sowie der geringere Arbeitskostendruck. Die für 2026 projizierte Gesamtinflation blieb indessen unverändert.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum ebenfalls 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. Das Wachstum könnte höher ausfallen, wenn die Inflation rascher sinkt als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker anziehen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wächst als angenommen.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählen die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere jene im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und zu Störungen des Welthandels führen. Darüber hinaus könnte die Inflation höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne deutlicher zulegen als erwartet oder sich die Gewinnmargen als robuster erweisen. Die Teuerung könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der EZB-Ratssitzung vom 25. Januar 2024 gestiegen, und aufgrund der Geldpolitik des EZB-Rats sind die allgemeinen Finanzierungsbedingungen nach wie vor restriktiv. Die Zinsen für Unternehmenskredite haben sich weitgehend stabilisiert, während jene für Immobilienkredite im Dezember und Januar sanken. Die Kreditzinsen liegen aber weiterhin auf erhöhtem Niveau, und zwar bei 5,2 % für Unternehmenskredite und bei 3,9 % für Immobilienkredite.

Mit einer Jahreswachstumsrate von 0,5 % hatte sich die Bankkreditvergabe an Unternehmen im Dezember ins Positive gekehrt. Im Januar ging sie jedoch wegen negativer monatlicher Kreditströme leicht auf 0,2 % zurück. Das Wachstum der

Kreditvergabe an private Haushalte hat sich weiter verlangsamt. Die entsprechende Jahresrate fiel im Januar auf 0,3 %. Die weit gefasste Geldmenge M3 erhöhte sich geringfügig um 0,1 %.

## Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden unverändert bei 4,50 %, 4,75 % bzw. 4,00 % belassen.

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

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erworbenen Wertpapiere in der ersten Jahreshälfte 2024 weiterhin bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anzulegen. In der zweiten Jahreshälfte soll das PEPP-Portfolio im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. € reduziert werden. Der EZB-Rat beabsichtigt, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP zum Jahresende 2024 einzustellen.

Der EZB-Rat wird bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im 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 7. März 2024 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung ist er der Auffassung, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befinden, das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu diesem Ziel leisten wird. Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden gewährleisten, dass die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt werden. Bei der Bestimmung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Er ist in jedem Fall bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig zum Zielwert von 2 % zurückkehrt, und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

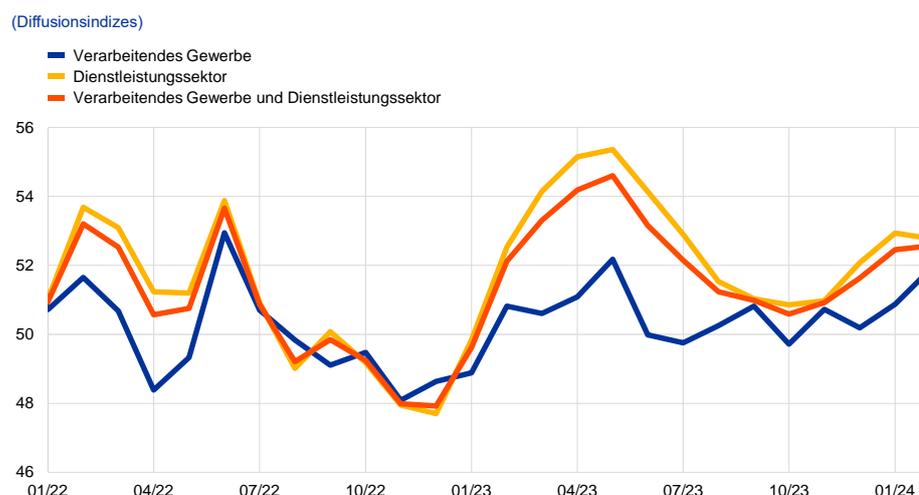
*Das Weltwirtschaftswachstum schwächte sich zum Jahreswechsel ab, da der restriktivere geldpolitische Kurs auf die globale Wirtschaft durchschlug. Hinter dem langsameren Anstieg der Konsumausgaben stehen unter anderem die nachlassenden Wachstumsimpulse in führenden Industrieländern, wo die Entwicklung am Arbeitsmarkt zwar noch relativ angespannt ist, sich aber allmählich abkühlt, und die in der Corona-Pandemie gebildeten überschüssigen Ersparnisse größtenteils abgebaut sind. In China ist der private Konsum angesichts der Schwäche des Immobilienmarkts weiterhin gedämpft. Den Projektionen zufolge werden die Jahreswachstumsraten im Zeitraum von 2024 bis 2026 auf globaler Ebene schrittweise sinken. Auf mittlere Sicht dürften sie sich etwas unterhalb des Niveaus einpendeln, das in den vergangenen zehn Jahren verzeichnet wurde. Das globale Wachstum im laufenden Jahr wurde in den Projektionen der EZB vom März 2024 gegenüber den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2023 nach oben revidiert. Dies ist hauptsächlich höheren Zuwachsraten in den Vereinigten Staaten zu verdanken. Der internationale Handel dürfte sich 2024 erholen und anschließend in einem engeren Gleichlauf mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung zunehmen. Die Projektionen für den Welthandel sind gegenüber den vorhergesagten Werten vom Dezember 2023 weitgehend unverändert. Es ist jedoch zu erwarten, dass der Handel im gesamten Projektionszeitraum unter seinem historischen Trend bleiben wird. Die Inflation dürfte sich in diesem Zeitraum weltweit verlangsamen.*

**Das Weltwirtschaftswachstum schwächte sich zum Jahreswechsel ab, da der restriktivere geldpolitische Kurs auf die globale Wirtschaft durchschlug.** Das Wachstum des weltweiten realen BIP ging Schätzungen zufolge von 1,0 % im dritten Quartal auf 0,8 % im vierten Quartal 2023 zurück.<sup>1</sup> Insgesamt nahm die globale Wirtschaftsleistung 2023 um schätzungsweise 3,5 % zu und damit etwa in gleichem Umfang wie im Vorjahr und weitgehend im Einklang mit der durchschnittlichen Wachstumsrate der vergangenen zehn Jahre. Somit liegt sie auch 0,2 Prozentpunkte über der globalen Wachstumsrate, von der die Fachleute des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2023 ausgegangen waren. Die aktuellen Daten deuten allerdings darauf hin, dass sich der weltweite Anstieg der Konsumausgaben verringert, da die den Konsum stützenden Faktoren nachlassen. So ist der Arbeitsmarkt zwar weiterhin relativ angespannt, kühlt sich jedoch in führenden Industrieländern mehr und mehr ab. Darauf lässt das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl schließen, das einen Rückgang aufweist. Darüber hinaus nimmt auch das Wachstum der Nominallöhne stetig ab. Außerdem wurden die während der Pandemie gebildeten überschüssigen Ersparnisse größtenteils abgebaut. In China ist der private Konsum angesichts der Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt nach wie vor schwach. Dementsprechend entwickeln sich die globalen Konsumausgaben, die die Wirtschaftstätigkeit in der

<sup>1</sup> Da in diesem Abschnitt vor allem die weltwirtschaftlichen Entwicklungen betrachtet werden, ist der Euroraum bei Verweisen auf aggregierte weltweite und/oder globale Konjunkturindikatoren nicht enthalten.

Erholungsphase nach der Pandemie gestützt hatten, weiterhin gedämpft. Im Februar erhöhte sich der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor geringfügig, was darauf hindeutet, dass sich die Konjunktur sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch in der Dienstleistungsbranche zuletzt beschleunigt hat (siehe Abbildung 1). Dieses Signal ist allerdings vor dem Hintergrund weiterer aktueller Daten zu sehen, die immer noch eine insgesamt verhaltene globale Wirtschaftstätigkeit erkennen lassen.

**Abbildung 1**  
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion



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

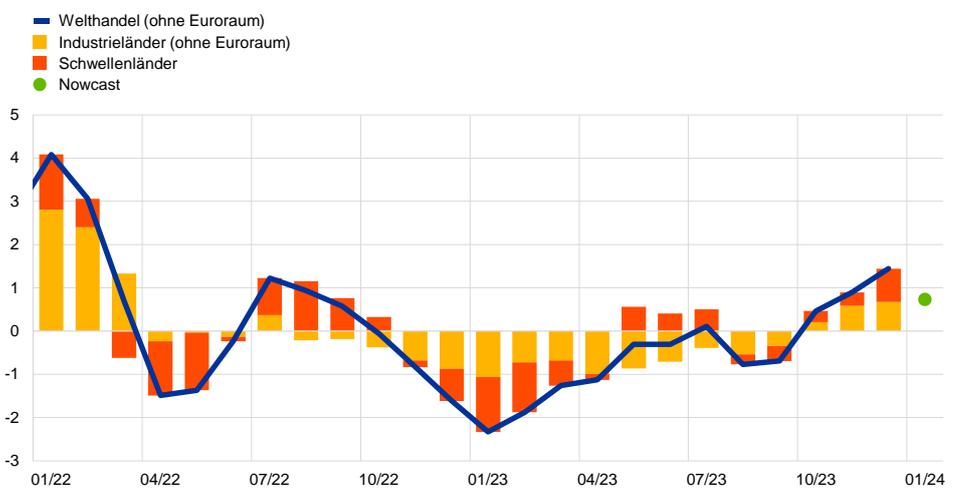
**Das Weltwirtschaftswachstum wird sich den Annahmen zufolge im Projektionszeitraum allmählich verlangsamen.** Maßgeblich für das etwas geringere Wachstum im laufenden Jahr ist der weiterhin schwindende Effekt der oben genannten Faktoren, die den Konsumausgaben in den Industrieländern in der Zeit unmittelbar nach der Pandemie noch Auftrieb verliehen hatten. Zu dieser Entwicklung trugen auch die Auswirkungen der vorangegangenen geldpolitischen Straffung und die wegen der geopolitischen Spannungen erhöhte Unsicherheit bei. Den Projektionen zufolge wird das Wachstum des globalen realen BIP im laufenden Jahr insgesamt 3,4 % betragen und sich im Zeitraum 2025-2026 auf einen jährlichen Wert von 3,2 % verlangsamen; dieser wird somit geringfügig unter der Zuwachsrate liegen, die in den vergangenen zehn Jahren zu beobachten war. Die globale Wachstumsrate für das laufende Jahr wurde gegenüber den Projektionen vom Dezember 2023 nach oben korrigiert. Grund hierfür war in erster Linie ein statistischer Überhang aufgrund höherer Wachstumsraten in den Vereinigten Staaten.

**Im internationalen Warenhandel werden weiterhin positive Zuwachsraten verzeichnet.** Das Wachstum des weltweiten Warenhandels kehrte im vierten Quartal 2023 in den positiven Bereich zurück. Schätzungen zufolge lag er auch im Januar 2024 im Plus (siehe Abbildung 2). Hinter dieser Verbesserung steht eine Korrektur der Entwicklungen, die während der Erholung von der Pandemie eingetreten waren. Hierzu zählten beispielsweise eine Rückverlagerung der

Ausgaben von Waren hin zu Dienstleistungen und eine Anpassung der globalen Lagerbestände. Der Welthandel dürfte sich weiter beleben, da die nach der Pandemie verzeichneten Entwicklungen allmählich an Wirkung verlieren dürften. Zudem scheinen sich der Konjunkturzyklus im weltweiten verarbeitenden Gewerbe und die privaten Investitionen Anfang 2024 stabilisiert zu haben. Von der positiven Entwicklung im globalen „Technologiezyklus“, einem Frühindikator für das Wachstum im verarbeitenden Gewerbe insgesamt, dürften auf kurze Sicht ebenfalls stützende Impulse für den Handel ausgehen.<sup>2</sup>

**Abbildung 2**  
Wachstum des Warenhandels

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



Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, nationale Daten über LSEG und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Nowcast beinhaltet die jüngste Datenveröffentlichung unter Verwendung einer Prognose des globalen Aggregats und einer Reihe gesamtwirtschaftlicher Variablen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023 (offizielle CPB-Daten) bzw. Januar 2024 (Nowcast).

**Die Störungen des Schiffsverkehrs im Roten Meer könnten die Erholung des internationalen Warenhandels behindern, wenngleich ihre Auswirkungen bisher als gering eingeschätzt werden.**

Das Transitvolumen im Roten Meer ist deutlich gesunken, da die Reedereien die Region meiden und ihre Schiffe stattdessen über das Kap der Guten Hoffnung umleiten. Die globalen Lieferketten haben sich bisher jedoch insgesamt als robust erwiesen. Dementsprechend haben sich die Lieferzeiten im laufenden Jahr auf internationaler Ebene nur geringfügig verlängert. Sie stehen nach wie vor im Einklang mit ihrem historischen Durchschnitt und liegen deutlich unter dem 2021-2022 verzeichneten Niveau, als die globalen Lieferketten schweren Belastungen ausgesetzt waren. Es gibt mehrere Faktoren, die den Einfluss der Störungen auf die Lieferzeiten begrenzen. Erstens scheint es reichlich ungenutzte Seefrachtkapazitäten zu geben, da die weltweite Nachfrage nach Waren relativ gedämpft und die Zahl der Frachtschiffe weltweit angestiegen ist. Zweitens hat sich der Umfang der Rückstaus in den Welthäfen kaum verändert, was

<sup>2</sup> Die Entwicklungen im Bereich der globalen Produktion von technologischen Gütern (z. B. Computern, elektronischer und elektrischer Ausrüstung) gelten als Hinweisgeber für die künftige Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe weltweit und in der Weltwirtschaft allgemein. Siehe EZB, [Was bedeutet die zunehmende Reife des Technologiezyklus für die Weltkonjunktur?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2019.

bedeutet, dass diese Häfen in der Lage sind, die umgeleiteten Frachtschiffe abzufertigen. Drittens tragen die hohen Lagerbestände der Hersteller dazu bei, die Auswirkungen längerer Lieferzeiten auf die Produktion abzufedern. Die Risiken für den Welthandel und die Inflation bleiben aber bestehen, sollten sich die Störungen im Roten Meer zuspitzen und als dauerhaft erweisen.<sup>3</sup>

### **Der internationale Handel dürfte sich im laufenden Jahr nach und nach erholen und anschließend in einem engeren Gleichlauf mit der weltwirtschaftlichen**

**Entwicklung zunehmen.** Das Wachstum der globalen Importe wird sich den Erwartungen zufolge von 1,2 % im Jahr 2023 auf 2,8 % im laufenden Jahr beschleunigen und sich dann 2025 und 2026 sukzessive erhöhen, und zwar auf 3,1 % bzw. 3,2 %. Dies entspricht im Großen und Ganzen den vorangegangenen Projektionen. Trotz der vorausgesagten Erholung dürfte der Welthandel unter seinem historischen Trend bleiben. Darin spiegeln sich die Auswirkungen der strukturellen Veränderungen wider, denen die Handelsbeziehungen unter dem Eindruck der zunehmenden geopolitischen Spannungen derzeit unterworfen sind. Die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euroraums dürfte sich langsamer erholen als in den vorangegangenen Projektionen unterstellt. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass das Importwachstum einiger wichtiger Handelspartner des Eurogebiets, darunter das Vereinigte Königreich sowie mittel- und osteuropäische Länder, im letzten Jahr geringer ausgefallen ist. Aufgrund dieser Schwäche wird die Auslandsnachfrage des Euroraums im laufenden Jahr langsamer zunehmen als in den Projektionen vom Dezember 2023 vorhergesehen.

### **Der Trend, wonach die Teuerungsraten graduell zurückgehen, setzte sich fort.**

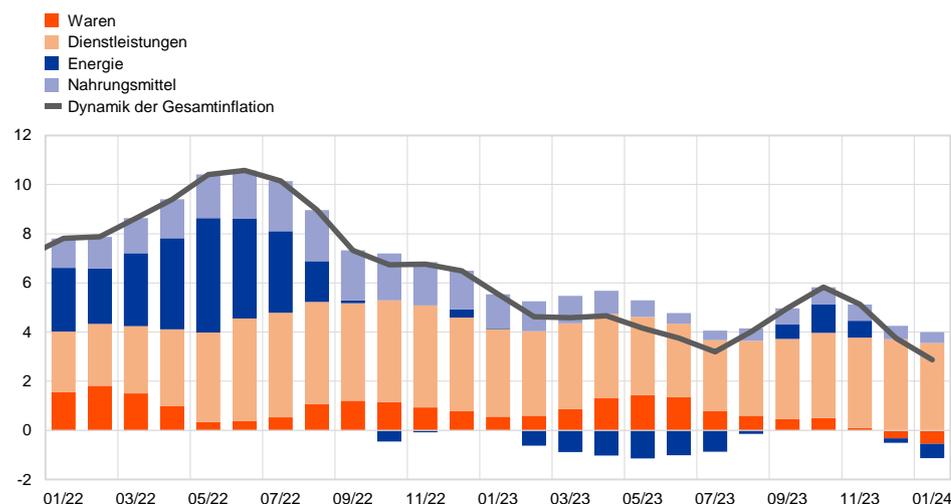
Die am VPI-Gesamtindex gemessene Inflationsrate in den OECD-Ländern verringerte sich im Januar 2024 auf 5,7 %, nachdem sie im Vormonat bei 6,0 % gelegen hatte. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) sank unterdessen leicht auf 6,6 % nach 6,7 % im Dezember 2023. Die Dynamik der VPI-Gesamtinflation – gemessen als annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum – deutet darauf hin, dass der weltweite Disinflationstrend wohl auch 2024 anhalten wird. Allerdings dürfte sich das Tempo des Inflationsabbaus gegenüber dem vergangenen Jahr verringern (siehe Abbildung 3). Erhärtet wird diese Annahme durch die jüngsten Ergebnisse zu den EMIs für die Einkaufs- und Verkaufspreise, die Vorlaufeigenschaften für die globale Kerninflation bei Waren und Dienstleistungen aufweisen. Gemäß den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2024 wird sich der Inflationsabbau in Richtung der von den Zentralbanken verfolgten Ziele in den Industrieländern über den Projektionszeitraum hinweg schrittweise fortsetzen. In den Schwellenländern dürfte die Teuerung im laufenden Jahr hingegen geringfügig zunehmen und sich danach erneut abschwächen. Diese Entwicklung spiegelt die projizierten höheren Inflationsraten in einigen größeren Volkswirtschaften wie China, Russland und der Türkei wider. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums werden den Erwartungen zufolge dieses Jahr wieder

<sup>3</sup> Eine detaillierte Analyse der Störungen im Roten Meer sowie ihrer Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und den Euroraum findet sich in: EZB, [Analyse des Szenarios einer möglichen Eskalation der Störungen im Roten Meer](#), Kasten 3, in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, März 2024.

ansteigen und sich im restlichen Verlauf des Projektionszeitraums in der Nähe des geschätzten langfristigen Durchschnitts einpendeln. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2023 wurde der Anstieg der Exportpreise für 2024 etwas nach unten korrigiert. Hintergrund sind ein niedrigerer Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen sowie ein Rückgang der Preise für Energierohstoffe.

**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 jeweils dargestellten Komponenten der OECD-Gesamtinflation wurden unter Verwendung verfügbarer Länderdaten ermittelt, die zusammengenommen 84 % des OECD-Aggregats ausmachen. Dabei wurde der Bottom-up-Ansatz herangezogen. Die Inflation bei Waren wird als Restbetrag des Beitrags der gesamten Waren abzüglich der Beiträge von Energie und Nahrungsmitteln berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024.

**Seit den Projektionen vom Dezember 2023 sind die Preise für Rohöl weitgehend unverändert geblieben, während sich Gas in Europa erheblich verbilligt hat.** Die Ölpreise zeigen sich ungeachtet der erhöhten geopolitischen Risiken im Nahen Osten nach wie vor relativ stabil. Durch die Angriffe der Huthi-Rebellen auf Schiffe im Roten Meer wurde der Ölhandel teilweise gestört. Der Handel über die wesentlich wichtigere Straße von Hormus blieb jedoch davon im Großen und Ganzen unberührt, was die Auswirkungen der Angriffe auf die Wirtschaft abmilderte. Zudem wird der Schiffsverkehr durch das Rote Meer über die Route um das Kap der Guten Hoffnung umgeleitet. Dadurch wird der von den höheren Frachtkosten ausgehende Aufwärtsdruck auf die Ölnotierungen begrenzt, zumal diese Kosten nur rund 1 % bis 2 % des Ölpreises ausmachen. Auch die von der OPEC+-Gruppe Ende November angekündigten Förderkürzungen wirkten sich kaum auf die Ölpreise aus. Die Kürzungen galten zunächst für das erste Quartal 2024 und wurden zuletzt auch auf das zweite Quartal ausgeweitet. Insgesamt wird erwartet, dass der internationale Ölmarkt im ersten Quartal 2024 ausgewogen bleibt. Im restlichen Jahresverlauf dürfte er infolge eines höheren Ölangebots in den Vereinigten Staaten und einer schwächeren Ölnachfrage in den Industrieländern einen Angebotsüberschuss aufweisen. Die europäischen Gaspreise sanken deutlich. Grund hierfür war vor allem eine geringere Nachfrage, die auf ein Zusammenspiel verschiedener Faktoren, beispielsweise des milden Winters, des geringeren Gasverbrauchs der privaten Haushalte und der schleppenderen Aktivität

in der Industrie, zurückzuführen war. Auch angebotsseitig trugen mehrere Faktoren zu den niedrigeren Gaspreisen bei, da die Gasspeicher nach wie vor gut gefüllt sind.

**In den Vereinigten Staaten wächst die Wirtschaft weiter in robustem Tempo, das sich aber im laufenden Jahr verringern dürfte.** Von Hochfrequenzindikatoren wie dem Verbrauchervertrauen und den Einzelhandelsumsätzen gehen recht uneinheitliche Signale bezüglich der Anfang 2024 getätigten Konsumausgaben aus. Im Schlussquartal 2023 waren hier noch sehr positive Ergebnisse erzielt worden. Steigende Ausfallraten bei Konsumentenkrediten deuten darauf hin, dass die Bilanzen der privaten Haushalte zunehmend unter Druck geraten. Dementsprechend liegt auch die Sparquote der Privathaushalte mit 4 % auf einem niedrigen Niveau. Darüber hinaus belastet die restriktive Geldpolitik der US-amerikanischen Notenbank weiterhin die Konjunktur. Die Arbeitsmarktlage ist zwar im historischen Vergleich nach wie vor angespannt, doch ist eine allmähliche Abkühlung zu beobachten. Das Lohnwachstum schwächte sich etwas ab, wenngleich es noch immer erhöht ist. Die am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate sank im Januar aufgrund der Energiepreisentwicklung geringfügig auf 3,1 %. Die jährliche Kerninflationsrate blieb indessen konstant bei 3,9 %. Der Preisauftrieb bei den in der Kernrate erfassten Dienstleistungen verstärkte sich etwas, was in erster Linie dem erneuten Anstieg der Preise der Komponenten ohne Wohnraum geschuldet war. Eine sektorale Aufschlüsselung der am Preisindex für private Konsumausgaben gemessenen Teuerung zeigt, dass die Transmission der Geldpolitik der Federal Reserve im aktuellen Straffungszyklus effektiv funktioniert. So weisen die zinssensitiven Sektoren einen größeren Rückgang der Preissteigerungen auf als die nicht zinssensitiven Branchen.

**In China senden die jüngsten Konjunkturindikatoren vor dem Hintergrund einer anhaltenden Anpassung am Wohnimmobilienmarkt gemischte Signale aus.** Zwar erhöhte sich das jährliche Wachstum der Industrieproduktion im Dezember 2023 leicht auf 6,5 %, doch lassen die Umfrageergebnisse eine uneinheitliche Entwicklung in den ersten Monaten des laufenden Jahres erkennen. Die Schwäche des Wohnimmobiliensektors stellt nach wie vor die größte Belastung für die Konjunktur dar und zieht insbesondere das Wachstum der privaten Konsumausgaben in Mitleidenschaft. Die Anpassung im Wohnimmobiliensektor hat sich 2024 fortgesetzt. So sind die Verkäufe von Neubauten eingebrochen, und Baubeginne sowie Immobilienverkäufe stagnieren weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Vor dem Hintergrund dieser ungünstigen Entwicklungen zeigte sich der Aktienmarkt zuletzt äußerst volatil. Das Verbrauchervertrauen stabilisierte sich unterdessen auf einem historisch niedrigen Stand. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate sank im Januar auf -0,8 % nach -0,3 % im Vormonat. Dies war im Wesentlichen erneuten Rückgängen bei den Nahrungsmittelpreisen zuzuschreiben. Die jährliche VPI-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) blieb mit 0,4 % im positiven Bereich. Die niedrige Kerninflationsrate spiegelt die sehr verhaltene Konsumnachfrage wider.

**In Japan ging das reale BIP im Schlussquartal 2023 überraschend zurück.** Die Wirtschaftstätigkeit sank im vierten Quartal erneut, und zwar um 0,1 %. Im dritten Quartal war sie mit einer nach unten korrigierten Wachstumsrate von -0,8 %

ebenfalls geschrumpft. In diesem Ergebnis schlägt sich eine recht breit angelegte Schwäche der Binnennachfrage nieder. Das Wachstum dürfte Anfang 2024 wieder in den positiven Bereich zurückkehren. Dabei sollten die insbesondere im Dienstleistungsbereich verbesserten Umfrageindikatoren und das zunehmende Verbrauchervertrauen das Wachstum stützen. Die jährliche Gesamtinflation betrug im Januar 2,2 %. Sie lag damit über den Markterwartungen, aber unter dem Stand, der zum Jahresende 2023 zu beobachten gewesen war. Die Abschwächung der Gesamtteuerungsrate ist hauptsächlich auf langsamere Preisanstiege bei Nahrungsmitteln und sinkende Energiepreise zurückzuführen. Die VPI-Kerninflation verringerte sich im Januar ebenfalls und lag bei 2,6 %, verglichen mit 2,8 % im Dezember.

### **Im Vereinigten Königreich war die konjunkturelle Aktivität im**

**Schlussquartal 2023 erneut rückläufig.** Das Wachstum des realen BIP fiel im vierten Quartal mit -0,3 % unerwartet schwach aus; im Vorquartal hatte es -0,1 % betragen. Diese Kontraktion war einem Rückgang des Außenbeitrags zuzuschreiben, der wiederum durch einen Einbruch der Dienstleistungsexporte bedingt war. Auch der private Konsum und die Staatsausgaben entwickelten sich schlechter als erwartet. Negative Auswirkungen auf die staatlichen Ausgaben hatten dabei die wiederkehrenden Streiks im öffentlichen Sektor. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor, die Einzelhandelsumsätze und die Vertrauensindikatoren stiegen indes im Januar 2024 allesamt weiter an. Dies lässt darauf schließen, dass die Wachstumsdynamik im Vereinigten Königreich zunimmt, denn die niedrigeren Finanzierungskosten, die steigenden real verfügbaren Einkommen und der robuste Arbeitsmarkt stützen die Inlandsnachfrage. Die Arbeitsmarktlage kühlt sich zwar allmählich ab, bleibt aber im historischen Vergleich angespannt. Obwohl weniger offene Stellen vorhanden waren, liegt die Anspannung am Arbeitsmarkt, gemessen an der Zahl der offenen Stellen je Arbeitslosen, immer noch über dem historischen Durchschnitt. Aus den jüngsten Daten zum Einkommen der privaten Haushalte geht hervor, dass sich der Anstieg der Nominallöhne in den drei Monaten bis Dezember auf 6,2 % abgeschwächt hat (gegenüber 6,6 % in den drei Monaten bis November). Im weiteren Verlauf dürfte er sich erneut verlangsamen. Die am VPI gemessene Gesamt- und Kerninflation blieben im Januar mit 4,0 % bzw. 5,1 % stabil. In den nächsten Monaten dürfte sich die Gesamtteuerungsrate weiter auf das Inflationsziel der Bank of England von 2 % zubewegen. Allerdings dürfte dies nur vorübergehend der Fall sein, da hier Basiseffekte aufgrund vorangegangener Erhöhungen der regulierten Energiekosten zum Tragen kommen.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Die Wirtschaftsleistung im Euroraum stagnierte zum Jahresende 2023. Die Gründe hierfür waren der schwache Welthandel, der Lagerabbau und die Transmission des strafferen geldpolitischen Kurses der EZB. Die Wirtschaftstätigkeit dürfte in nächster Zeit verhalten bleiben und sich im weiteren Jahresverlauf im Zuge der sinkenden Inflation, eines robusten Lohnwachstums und einer anziehenden Auslandsnachfrage allmählich erholen. Umfrageergebnisse deuten auf kurze Sicht nach wie vor auf ein geringes Wachstum oder ein Nullwachstum hin. Die am stärksten auf die Zukunft ausgerichteten Umfrageindikatoren zeigen indes gewisse Anzeichen einer Verbesserung. Die privaten Konsumausgaben entwickeln sich nach wie vor verhalten, da die Verbraucher weiterhin auf die Preise achten und von größeren Anschaffungen Abstand nehmen. Mit der Erholung des real verfügbaren Einkommens sollte der private Konsum jedoch wieder steigen. Die kurzfristigen Aussichten für die Unternehmensinvestitionen werden durch den Abbau des Auftragsüberhangs und die restriktive Geldpolitik belastet. Indessen lässt das zunehmende Vertrauen der Anleger mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung darauf schließen, dass die Voraussetzungen für eine Erholung im späteren Jahresverlauf gegeben sein könnten. Die Investitionsschwäche im Wohnungsbau dürfte dagegen anhalten. Wenngleich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter zurückgeht, erhöhte sich die Beschäftigung im vierten Quartal 2023 erneut, was mit der zunehmenden Zahl an Erwerbspersonen im Einklang steht. Auf mittlere Sicht wird die Erholung zudem dadurch gestützt, dass die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik allmählich nachlassen.*

*Diese Einschätzung deckt sich mit den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2024, denen zufolge das jährliche reale BIP 2024 um 0,6 %, 2025 um 1,5 % und 2026 um 1,6 % steigen wird. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2023 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum für 2024 nach unten korrigiert, für 2025 und 2026 blieben sie hingegen weitgehend unverändert.*

**Die Wirtschaftsleistung im Euroraum stagnierte Ende 2023.** Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge wies das reale BIP im vierten Quartal 2023 aufgrund des zunehmenden Einflusses des schwachen Welthandels und der starken geldpolitischen Transmission ein Nullwachstum gegenüber dem Vorquartal auf (siehe Abbildung 4). Damit ist die Wirtschaftsleistung seit dem dritten Quartal 2022 weitgehend unverändert geblieben.<sup>4</sup>

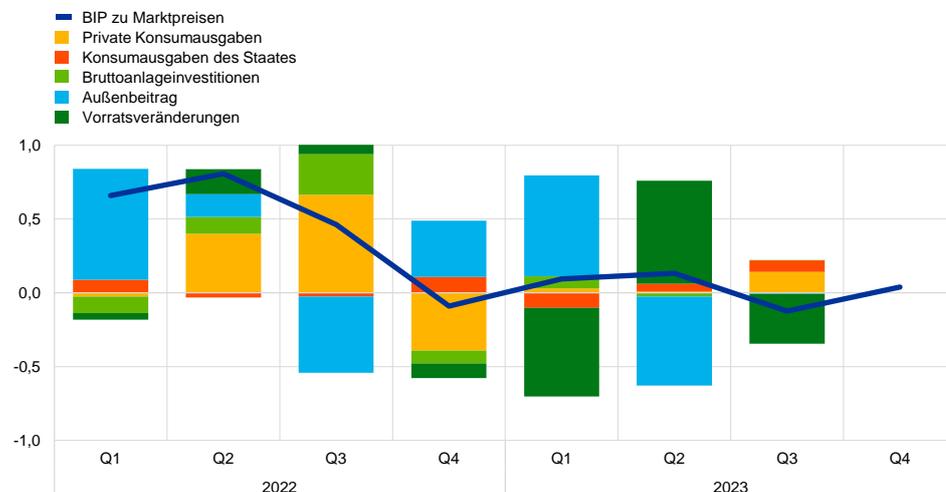
---

<sup>4</sup> Die Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten für das vierte Quartal 2023 wurde erst nach dem Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten 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 vierte Quartal 2023 (BIP) bzw. das dritte Quartal 2023 (übrige Angaben).

#### Die Wirtschaftstätigkeit dürfte auch im ersten Quartal 2024 verhalten bleiben.

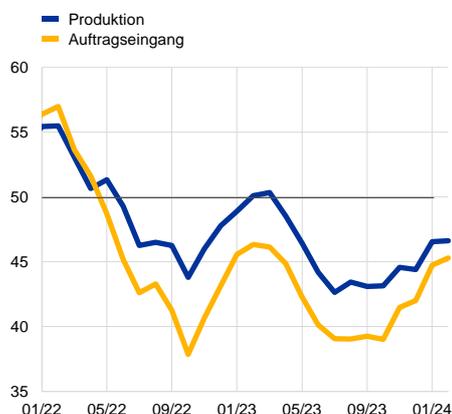
Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im Durchschnitt der Monate Januar und Februar 2024 auf 48,6 Punkte, verglichen mit 47,2 Punkten im Schlussquartal 2023. Zwar hat sich der Index von seinem jüngsten Tiefstand (46,5 Zähler im Oktober 2023) deutlich erholt, er liegt aber immer noch unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so lag der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Februar weiterhin im kontraktiven Bereich, obwohl er seit dem Sommer vergangenen Jahres kontinuierlich gestiegen ist (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der Index für den Auftragseingang wies eine etwas stärkere Verbesserung auf, was mit dem Abbau der Auftragsrückstände zusammenhängen dürfte. Die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor entwickelte sich stabiler. Sie verzeichnete in den letzten Monaten ein höheres, aber immer noch gedämpftes Niveau und stieg im Februar an. Dies lässt darauf schließen, dass der seit dem vergangenen Jahr beobachtete Abwärtstrend zum Stillstand gekommen ist (siehe Abbildung 5, Grafik b).

## Abbildung 5

### Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne (Teil-)Sektoren

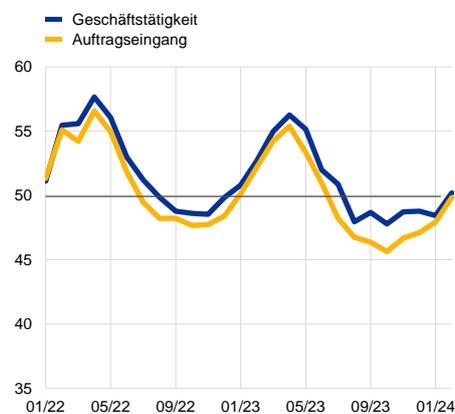
#### a) Verarbeitendes Gewerbe

(Diffusionsindizes)



#### b) Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024.

#### Der Arbeitsmarkt zeigte sich im vierten Quartal 2023 insgesamt nach wie vor widerstandsfähig gegenüber der Konjunkturabschwächung.

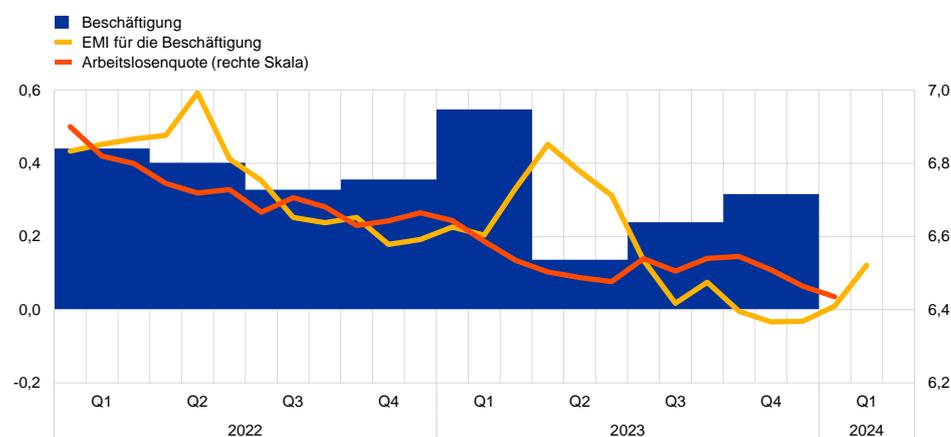
Die Beschäftigung nahm im Schlussquartal 2023 um 0,3 % zu (siehe Abbildung 6, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die weiter steigende Zahl der Erwerbspersonen, die sich im selben Zeitraum ebenfalls um 0,3 % erhöhte. Die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ging hingegen vorläufigen Angaben zufolge im vierten Quartal 2023 zurück, was auf eine anhaltende Arbeitskräftehortung hindeutet (d. h., ein Teil des Arbeitseinsatzes wird von den Unternehmen im Verlauf des Produktionsprozesses nicht voll ausgeschöpft). Die Arbeitslosenquote sank geringfügig von 6,5 % im Dezember auf 6,4 % im Januar und erreichte den niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich abgeschwächt, ist aber nach wie vor hoch. Die Vakanzquote verringerte sich im vierten Quartal 2023 auf 2,7 % und war damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im Vorquartal.

## Abbildung 6

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

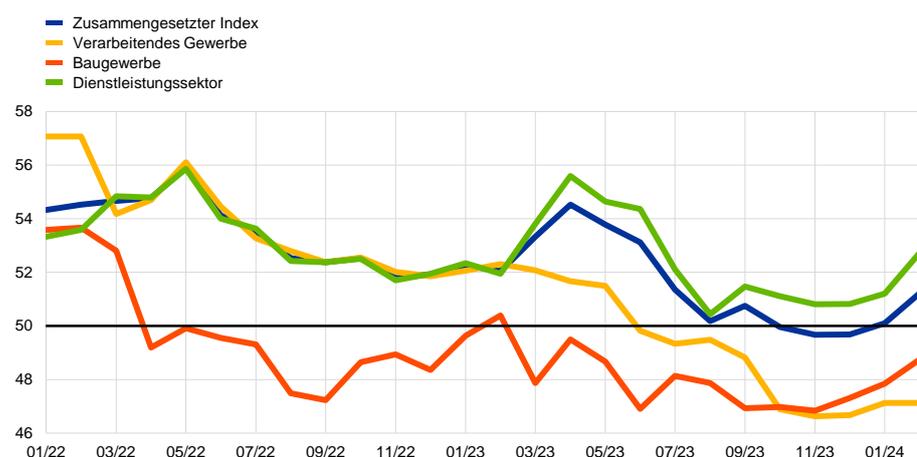
#### a) Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote

(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. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Beschäftigung), Februar 2024 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Januar 2024 (Arbeitslosenquote). In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf Februar 2024.

**Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2024 hin.** Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg von 50,1 Punkten im Januar auf 51,2 Punkte im Februar. Dies lässt auf einen weiteren Beschäftigungszuwachs schließen. Der Indikator ist zwar gegenüber seinem Höchststand vom April 2023 deutlich gesunken, hat aber in den letzten beiden Monaten wieder etwas zugelegt (siehe Abbildung 6, Grafik b). Getragen wurde er dabei von der Entwicklung im Dienstleistungsgewerbe. Der EMI für den Dienstleistungssektor erhöhte sich von 51,2 Punkten im Januar auf 52,7 Zähler im Februar. Der EMI für das verarbeitende Gewerbe verharrte dagegen im kontraktiven Bereich.

**Die privaten Konsumausgaben dürften im vierten Quartal 2023 stagniert haben, und die Aussichten sind aktuellen Daten zufolge auf kurze Sicht weiterhin trübe.**

Eine Aggregation der verfügbaren Länderdaten deutet auf einen stagnierenden privaten Verbrauch im vierten Quartal des vergangenen Jahres hin.<sup>5</sup> Dabei dürfte der Dienstleistungskonsum leicht gestiegen sein, was durch einen Rückgang des Warenkonsums ausgeglichen wurde. Diese Entwicklung spiegelt sich in der fortdauernden Schwäche der Einzelhandelsumsätze und des Pkw-Absatzes wider, die zum Jahresende gedämpft blieben und im Januar unter ihrem jeweiligen Durchschnittswert vom vierten Quartal lagen. Darüber hinaus geht aus aktuellen Umfrageergebnissen hervor, dass sich der Warenkonsum auch zu Jahresbeginn 2024 insgesamt schwach entwickelte. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Februar geringfügig an, liegt aber weiterhin etwas unter seinem langfristigen Durchschnitt. Zugleich blieben auch die Indikatoren der Europäischen Kommission für die Geschäftserwartungen im Einzelhandel in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres verhalten, und der erwartete Absatz von Kraftfahrzeugen ist gegenüber dem vierten Quartal 2023 gesunken. Die Geschäftserwartungen für den Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen, die nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle liegen, waren im Januar rückläufig, nahmen im Februar aber wieder zu (siehe Abbildung 7). Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für Januar lässt darauf schließen, dass sich auch die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen robust entwickelt hat. Insgesamt wird die anhaltende Divergenz zwischen Waren- und Dienstleistungskonsum durch diese Erhebung gestützt. Der Umfrageanalyse zufolge haben die privaten Haushalte in den letzten Jahren angesichts des Inflationsdrucks vor allem ihren Warenkonsum angepasst. Die Ausgaben für Freizeit und Reisen sind hingegen weiter gestiegen, was eine Verschiebung der Präferenzen erkennen lässt.<sup>6</sup>

---

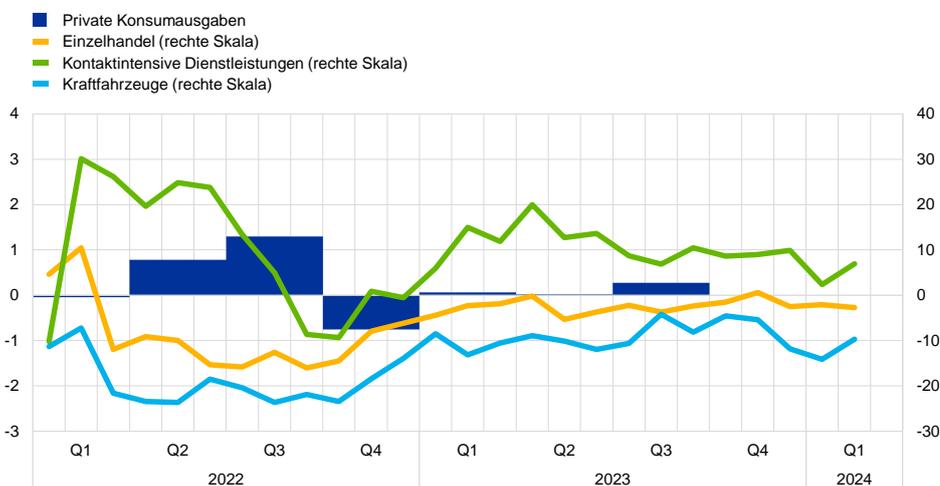
<sup>5</sup> Der Ländererfassungsgrad bei der Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten beträgt rund 89 %.

<sup>6</sup> Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung 7

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

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

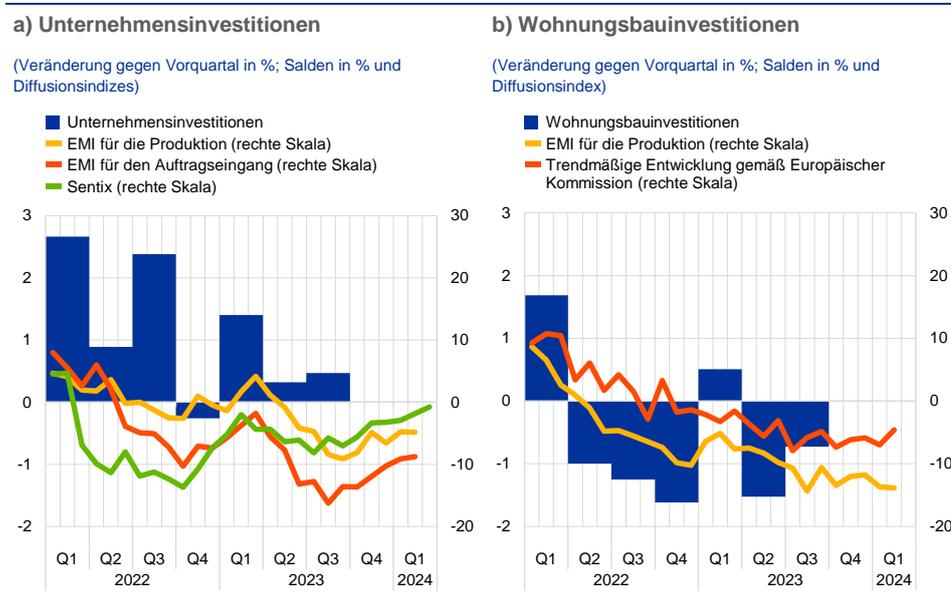
### Die Unternehmensinvestitionen dürften im vierten Quartal 2023 deutlich gesunken sein und in der kurzen Frist schwach bleiben.

Die Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) gingen einer Aggregation der hierzu vorliegenden Länderdaten zufolge im vierten Quartal 2023 um 1,6 % gegenüber dem Vorquartal zurück, während sich die Industrieproduktion im Investitionsgütersektor des Euroraums (ohne Irland), der Unternehmen im Euroraum und darüber hinaus mit entsprechenden Gütern versorgt, erneut verringerte.<sup>7</sup> Angesichts des Abbaus des Auftragsüberhangs, der die Unternehmensinvestitionen in den vergangenen Quartalen gestützt hatte, dürfte der Einbruch im vierten Quartal auf die schwache Aktivität im Zusammenhang mit der starken geldpolitischen Transmission zurückzuführen sein. Was die kurzfristigen Aussichten betrifft, so verlangsamte sich der Rückgang der EMIs für die Produktion und für den Auftragseingang im Investitionsgütersektor im Schlussquartal 2023 (siehe Abbildung 8, Grafik a). Allerdings deuten stärker zukunftsgerichtete Daten für die Gesamtwirtschaft, wie der Sentix-Teilindex für das Anlegervertrauen in den kommenden sechs Monaten, seit September 2023 auf eine Erholung hin. So verzeichnete der Index den höchsten Quartalsdurchschnitt seit Anfang 2022. Außerdem dürfte sich die Nachfrage nach längerfristigen Krediten (die in der Regel für Anlageinvestitionen verwendet werden) laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2024 im ersten Quartal 2024 wieder ins Positive kehren. Im weiteren Verlauf sollten auch die verzögerten Auszahlungen von Mitteln aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) dazu beitragen, dass

<sup>7</sup> Daten, die nach Redaktionsschluss der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts verfügbar wurden, bestätigen diesen Trend weitgehend.

Unternehmensinvestitionen für den ökologischen und den digitalen Wandel mobilisiert werden.

**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 EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die Linien beziehen sich auf die Antworten der Unternehmen aus dem Investitionsgütersektor; ausgenommen hiervon ist der Sentix-Teilindex für die Entwicklung in den kommenden sechs Monaten, der das allgemeine Anlegervertrauen in die künftige Entwicklung widerspiegelt (Datenreihe zwecks Reskalierung durch 3 dividiert). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023 (Unternehmensinvestitionen), März 2024 (Sentix) bzw. Februar 2024 (übrige Angaben). In Grafik b bezieht sich die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung auf die Einschätzung des konjunkturellen Trends im Hochbau im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. Februar 2024 (übrige Angaben).

**Die Wohnungsbauinvestitionen dürften im vierten Quartal 2023 etwas gesunken sein und auf kurze Sicht weiter zurückgehen.** Eine Aggregation der vorliegenden Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigt, dass die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum im vierten Quartal 2023 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gesunken sind, während im Hochbau – einem Frühindikator für die Wohnungsbauinvestitionen – ein Rückgang um 0,5 % verzeichnet wurde. Kurzfristindikatoren deuten auf eine weitere Verringerung der Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2024 hin. So verharrten sowohl der EMI für die Produktion im Wohnungsbau als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit im Hochbau zu Jahresbeginn im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 8, Grafik b). Insgesamt spiegelt sich in dem fortdauernden Abwärtstrend bei den Wohnungsbauinvestitionen der deutliche Anstieg der Hypothekenzinsen wider, der auf die geldpolitische Straffung und ihre negativen Auswirkungen auf die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien zurückzuführen ist. Das anhaltend hohe Zinsniveau dürfte dazu führen, dass Wohnimmobilien wenig erschwinglich bleiben und die Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen auch weiterhin beeinträchtigt wird.

**Das Exportwachstum des Euroraums blieb zum Jahreswechsel verhalten.** Die Warenausfuhr in Länder außerhalb des Euroraums verringerte sich im

Quartalsvergleich im Dezember 2023. Grund hierfür war die gedämpfte globale Nachfrage, die die Exportentwicklung weiter belastete. So schlug sich die Schwäche der chinesischen Wirtschaft in den niedrigen Exporten nach China nieder, während bei den Exporten in die Vereinigten Staaten Anzeichen einer Erholung zu erkennen waren. Zugleich wurden die Ausfuhren durch Herausforderungen hinsichtlich der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gebremst, was auf die hohen, wenn auch sinkenden Energiepreise und die zurückliegende Aufwertung des Euro zurückzuführen war. Auch die Importe des Euroraums entwickelten sich im Dezember aufgrund der schleppenden Konjunktur im Eurogebiet erneut verhalten. Da die Einfuhren weiterhin rascher sinken als die Ausfuhren, war der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum im vierten Quartal 2023 abermals positiv. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Exporte im Zuge einer Erholung der globalen Nachfrage und eines nachlassenden außenwirtschaftlichen Drucks auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wieder zunehmen. Auf kurze Sicht deuten umfragebasierte Indikatoren indes darauf hin, dass die Exporte des Euroraums schwach bleiben werden, da der Auftragseingang im Exportgeschäft sowohl bei gewerblichen Erzeugnissen als auch bei Dienstleistungen weiterhin im kontraktiven Bereich liegt.

**Das Wachstum im Euroraum dürfte sich im Jahresverlauf erholen.** Sofern weitere Schocks ausbleiben, wird die Erholung vor dem Hintergrund einer sinkenden Inflation und eines robusten Lohnwachstums zunächst von den steigenden real verfügbaren Einkommen ausgehen, was die privaten Konsumausgaben stützen wird. Auf mittlere Sicht wird die Erholung auch durch die Investitionen gestützt, was unter anderem den allmählich nachlassenden Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB zuzuschreiben ist.

**Den von Fachleuten der EZB erstellten Euroraum-Projektionen vom März 2024 zufolge wird das jährliche reale BIP 2024 um 0,6 %, 2025 um 1,5 % und 2026 um 1,6 % steigen.** Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2023 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum für 2024 nach unten korrigiert, während sie für 2025 und 2026 weitgehend unverändert blieben.<sup>8</sup>

---

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

## 3 Preise und Kosten

*Die Gesamtinflation im Euroraum ging von 2,8 % in Januar 2024 auf 2,6 % im Februar zurück. Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation waren im Januar weiter gesunken, und die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerung war auch im Februar rückläufig. Allerdings ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck nach wie vor erhöht, was teilweise auf kräftige Lohnsteigerungen und eine abnehmende Arbeitsproduktivität zurückzuführen ist. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen waren im Februar weitgehend unverändert und betragen zumeist rund 2 %. Den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2024 zufolge wird die Gesamtinflation schrittweise sinken. Im Schnitt dürfte sie 2024 bei 2,3 %, 2025 bei 2,0 % und 2026 bei 1,9 % liegen.*

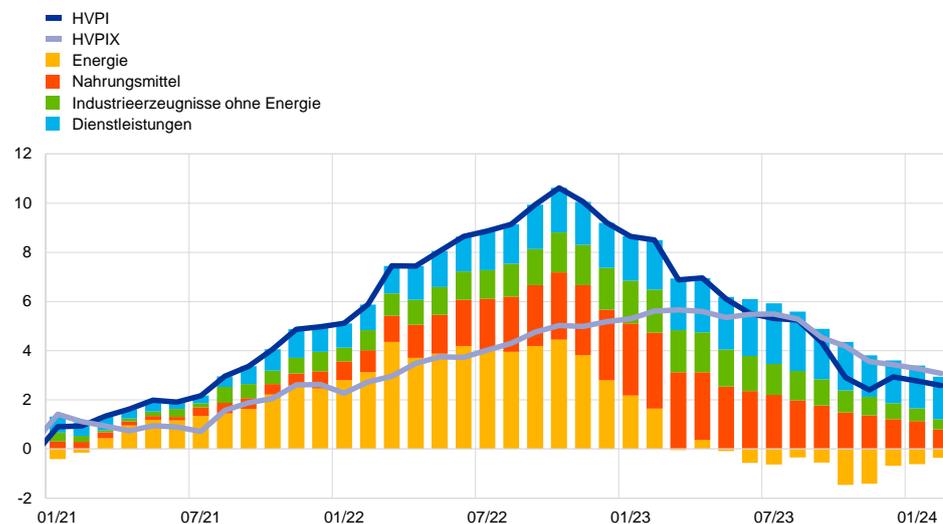
### **Gemäß der Schnellschätzung von Eurostat ist die am HVPI gemessene Gesamtinflation von 2,8 % im Januar 2024 auf 2,6 % im Februar**

**zurückgegangen** (siehe Abbildung 9). Dieser Rückgang war die Folge niedrigerer Inflationsraten bei allen Hauptkomponenten mit Ausnahme der Rate für Energie, die im Februar weniger negativ ausfiel (-3,7 % nach -6,1 % im Januar). Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln verringerte sich weiter von 5,6 % im Januar auf 4,0 % im Februar. Darin spiegelten sich niedrigere Jahresänderungsraten der Preise für verarbeitete und für unverarbeitete Nahrungsmittel wider. Bei der Rate für unverarbeitete Nahrungsmittel war der Rückgang aufgrund eines negativen Basiseffekts im Zusammenhang mit der Entwicklung im Jahr 2023 besonders ausgeprägt. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ist weiter gesunken, und zwar von 3,3 % im Januar auf 3,1 % im Februar. Zuzuschreiben ist dies dem rückläufigen Preisauftrieb sowohl bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie (1,6 % im Februar nach 2,0 % im Januar) als auch den Dienstleistungen (3,9 % im Februar nach 4,0 % im Januar). Das Absinken der Wachstumsraten für verarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie ist auf die anhaltende Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zurückzuführen. Dagegen ist der hartnäckigere Preisauftrieb bei den Dienstleistungen unter anderem dadurch bedingt, dass die Arbeitskosten bei einigen Positionen eine größere Rolle spielen.

## Abbildung 9

### Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2024 (Schnellschätzung).

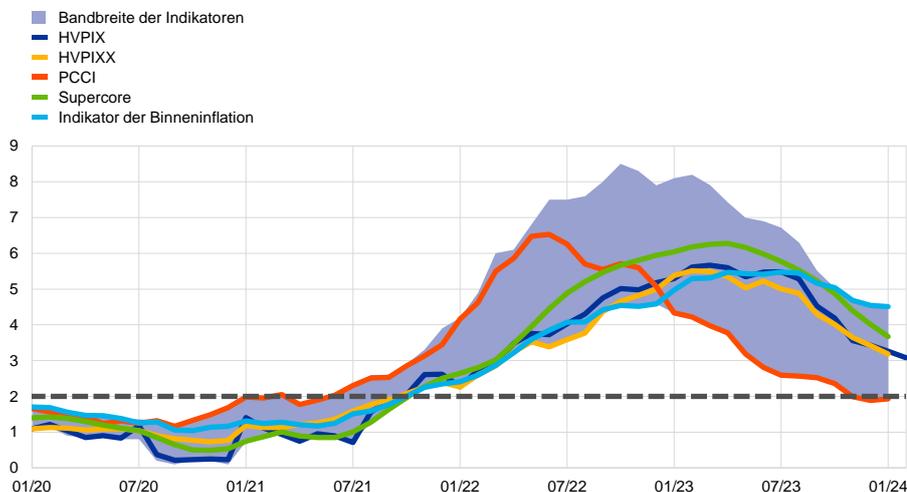
**Den aktuellen Daten zufolge gingen die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation weiter zurück. Diese Entwicklung spiegelte die nachlassenden Effekte der vorangegangenen Energiepreisschocks und Lieferkettenstörungen sowie eine schwächere Nachfrage im Gefolge der geldpolitischen Straffung wider** (siehe Abbildung 10). Die Bandbreite der

Indikatoren für die zugrunde liegende Inflation reichte im Januar von 1,9 % bis 4,5 %. So lag die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) am unteren Ende der Bandbreite und der Indikator der Binneninflation am oberen Ende. Die Teuerung nach dem HVPIX (also dem HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) verringerte sich von 3,4 % im Dezember 2023 auf 3,2 % im Januar 2024. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Positionen umfasst, sank indes von 4,0 % auf 3,7 %, während die modellbasierte Messgröße PCCI im selben Zeitraum mit 1,9 % unverändert war. Der Indikator der Binneninflation (der Positionen mit hohem Importgehalt ausschließt) wies den höchsten Wert auf und hielt sich am hartnäckigsten auf einem hohen Niveau. Er lag sowohl im Dezember 2023 als auch im Januar 2024 bei 4,5 %, was die relative Bedeutung des Lohndrucks widerspiegelt.

## Abbildung 10

### Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

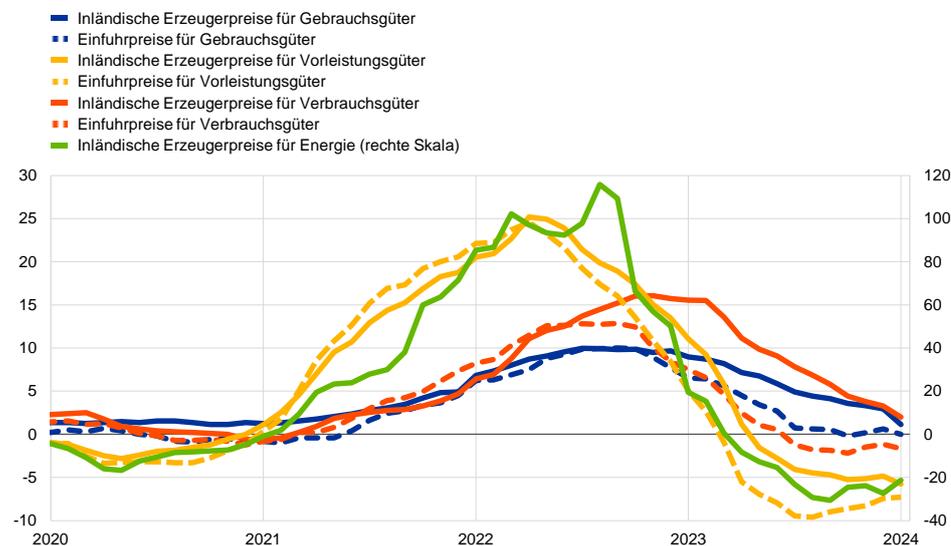
Anmerkung: Zur Ermittlung der Bandbreite der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPIX, HVPIXX, Indikator der Binneninflation, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), PCCI, Supercore-Indikator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

**Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette schwächte sich erneut ab, da sich die kumulierten Effekte der zurückliegenden Preisschocks weiter auflösten** (siehe Abbildung 11). Auf den vorgelagerten Stufen erhöhte sich die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Energie, die seit März 2023 im negativen Bereich lag, leicht von -27,3 % im Dezember 2023 auf -21,3 % im Januar 2024. Auch die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter wies nach wie vor ein negatives Vorzeichen auf (-5,8 % im Januar nach -4,8 % im Dezember). Gleiches gilt für die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für diese Güter (-7,3 % im Januar nach -7,4 % im Dezember). Auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette ging die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Gebrauchsgüter unterdessen von 2,9 % im Dezember 2023 auf 1,1 % im Januar 2024 zurück. Die entsprechende jährliche Wachstumsrate der Einfuhrpreise lag im Januar bei null, verglichen mit 0,6 % im Dezember. Dies bestätigt, dass der kumulierte Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen weiterhin schrittweise nachlässt. Auch die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Verbrauchsgüter war abermals rückläufig. Sie sank im Januar auf 2,0 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Mai 2021. Die Jahreswachstumsrate der Importpreise für Verbrauchsgüter blieb im negativen Bereich (-1,7 % im Januar nach -1,2 % im Dezember). Die Verbrauchsgüter umfassen auch Nahrungsmittel. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel sank anfangs rascher als die entsprechende Rate der Erzeugerpreise für sonstige Waren. Das Tempo des Rückgangs näherte sich aber zuletzt jenem 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 Januar 2024.

### Die zum Zeitpunkt der Überprüfung 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 6,1 % im zweiten Quartal 2023 auf 5,9 % im Folgequartal zurück. Grund hierfür war der geringere Beitrag der Stückgewinne (siehe Abbildung 12). Die jüngsten Daten bestätigten somit, dass der stärkere Druck der Arbeitskosten wie erwartet abgefedert wird. Der etwas kräftigere jährliche Zuwachs bei den Lohnstückkosten im dritten Quartal spiegelt die negativere Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität wider und verdeckt die Tatsache, dass sich das Lohnwachstum – gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. je Stunde – leicht abgeschwächt hat. Die für eine Vielzahl an Staaten verfügbaren Informationen deuteten für das vierte Quartal 2023 darauf hin, dass das Lohnwachstum im Euroraum weiter zurückgegangen ist und sich der Anstieg der Lohnstückkosten etwas verlangsamt hat.<sup>9</sup> Der Zuwachs der Tarifverdienste sank im Schlussquartal 2023 auf 4,5 %, verglichen mit 4,7 % im Vorquartal. Dies bestätigt, dass der Lohndruck gegen Ende des Jahres nachließ. Die Angaben zu den jüngsten Tarifabschlüssen lassen erkennen, dass sich der Lohndruck weiterhin schrittweise abschwächt, auch wenn er in der nächsten Zeit weiterhin auf einem recht hohen Niveau liegen dürfte.<sup>10</sup>

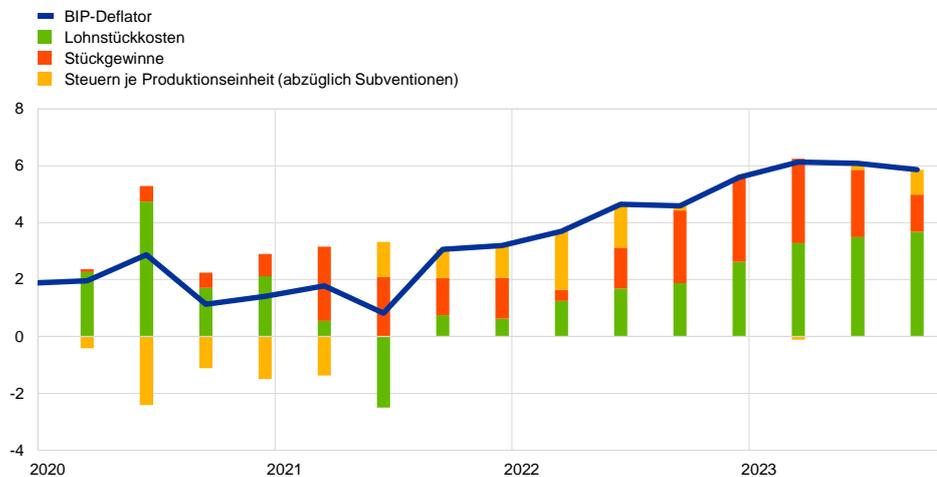
<sup>9</sup> Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 6. März 2024. Laut den am 8. März 2024 veröffentlichten Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sank das Jahreswachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im vierten Quartal 2023 auf 4,6 % nach 5,1 % im Vorquartal. Bei den Lohnstückkosten fiel diese Rate im selben Zeitraum von 6,5 % auf 5,8 %. Die jährliche Zuwachsrate des BIP-Deflators ging von 5,9 % im dritten Quartal 2023 auf 5,3 % im Folgequartal zurück, und auch das Wachstum der Stückgewinne verringerte sich von 4,7 % auf 2,8 %.

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

## 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 dritte Quartal 2023. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während die Arbeitsproduktivität einen negativen Beitrag leistet.

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

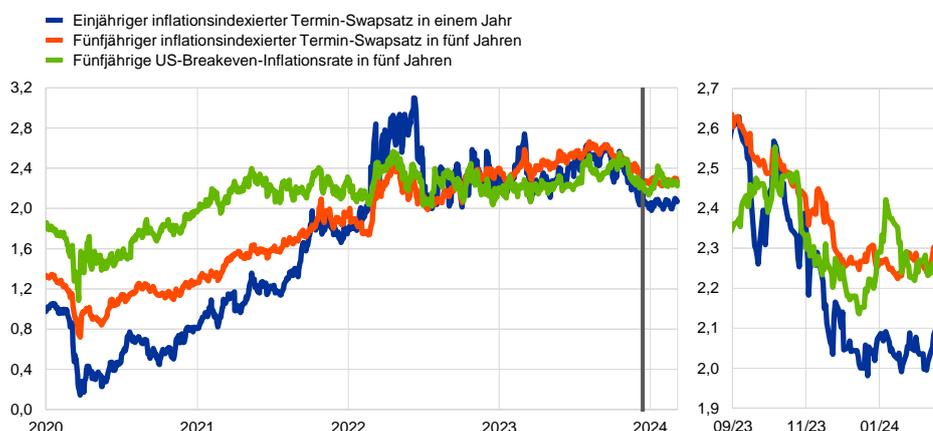
(siehe Abbildung 13). Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2024 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten vom März 2024 beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2028) auf 2 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationenausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) waren am längeren Ende der Kurve stabil. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag bei rund 2,3 % und war damit niedriger als sein Mehrjahreshoch von Anfang August 2023. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass diese marktbasieren Messgrößen des Inflationenausgleichs kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie auch Inflationsrisikoprämien enthalten. Modellbasierte Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen (ohne Inflationsrisikoprämien) deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf längere Sicht von einer Inflationsrate von rund 2 % ausgehen. Die marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Raten für den Euroraum legen den Schluss nahe, dass die Anleger für die zweite Jahreshälfte 2024 einen weiteren Rückgang der Teuerung auf durchschnittlich 2 % erwarten. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr war im Berichtszeitraum mit 2,1 % weitgehend unverändert. Was die Verbraucherseite anbelangt, so lag der anhand der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Januar 2024 ermittelte Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten bei 3,3 % nach 3,2 % im Dezember 2023. Der Medianwert der in drei Jahren erwarteten Inflation lag indes nach wie vor bei 2,5 %.

### Abbildung 13

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

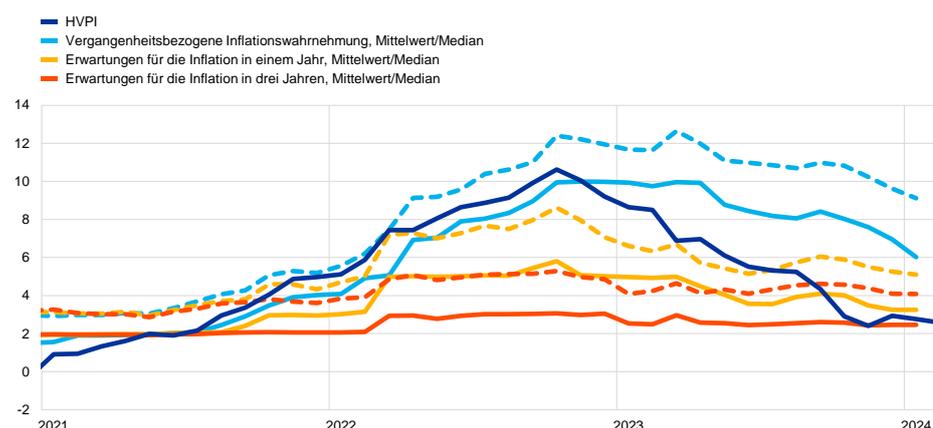
##### a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

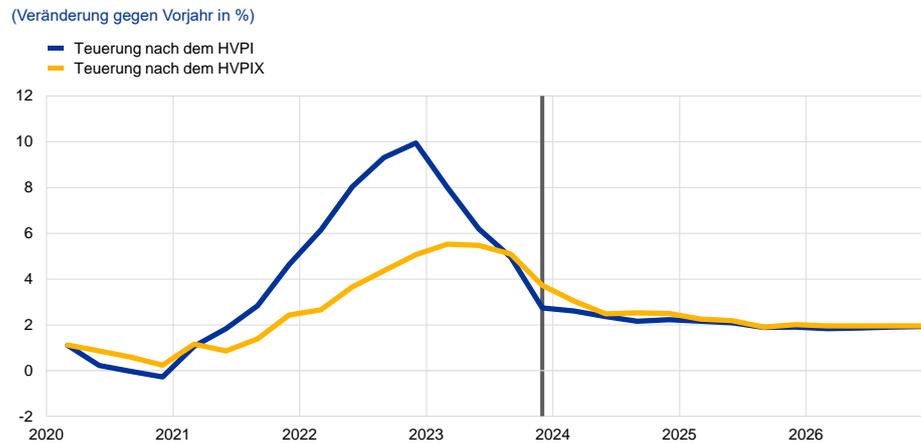
Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum und die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren für die Vereinigten Staaten. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 14. Dezember 2023. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2024 (Terminsätze), Februar 2024 (Schnellschätzung des HVIPI) bzw. Januar 2024 (übrige Angaben).

**Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2024 davon aus, dass sich die Gesamtinflation weiter abschwächen wird, und beziffern sie für die Jahre 2024, 2025 und 2026 auf 2,3 %, 2,0 % bzw. 1,9 % (siehe Abbildung 14).<sup>11</sup> Gründe für diese Abschwächung sind der kontinuierlich nachlassende Kostendruck auf den vorgelagerten Stufen und die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung. Das Lohnwachstum dürfte angesichts der hohen Inflation und der angespannten Arbeitsmarktlage erhöht bleiben. Allerdings wird das Wachstum der Nominallöhne laut Projektionen allmählich – jedoch weiterhin auf erhöhtem Niveau – nachlassen, sodass die Reallöhne bis 2025 wieder an das vor dem sprunghaften Anstieg der Inflation**

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

verzeichnete Niveau anknüpfen dürften. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2023 wurden die Projektionen für die Gesamtinflation für 2024 und 2025 um 0,4 bzw. 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Verantwortlich hierfür waren vor allem die direkten und indirekten Effekte der niedrigeren Preisannahmen für Energierohstoffe sowie der geringere Arbeitskostendruck. Für 2026 waren die Projektionen für die Gesamtinflation unverändert. Die Teuerung nach dem HVPIX wird sich den Projektionen zufolge in den nächsten Jahren weiter abschwächen, und zwar auf durchschnittlich 2,6 % im Jahr 2024, 2,1 % im Jahr 2025 und 2,0 % im Jahr 2026. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2023 wurde die am HVPIX gemessene Inflation für den gesamten Projektionszeitraum nach unten revidiert, und zwar um 0,1 Prozentpunkte für 2024, um 0,2 Prozentpunkte für 2025 und um 0,1 Prozentpunkte für 2026.

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



Quellen: Eurostat und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024.  
Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2023 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2026 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024 wurden am 21. Februar 2024 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 9. Februar 2024. Sowohl die historischen als auch die Ist-Daten für den HVPI und den HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

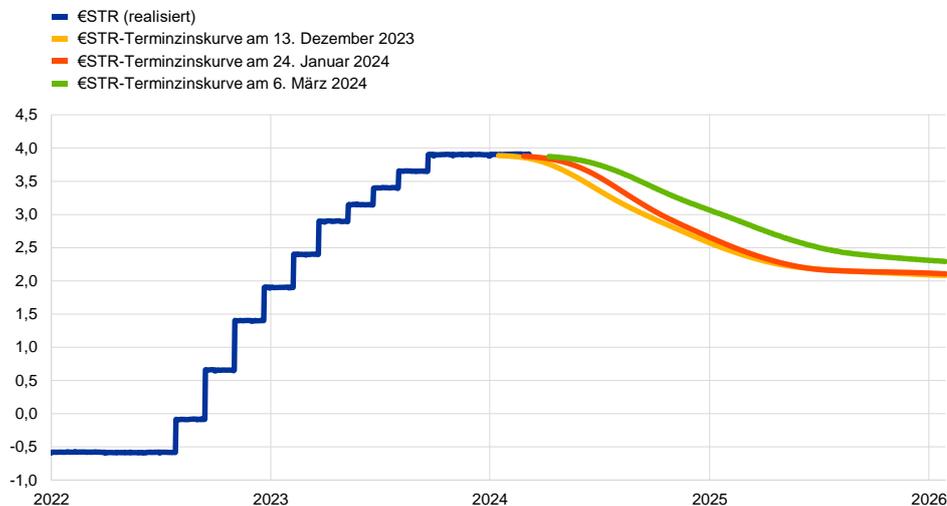
## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Im Berichtszeitraum (14. Dezember 2023 bis 6. März 2024) stand an den Finanzmärkten im Euroraum weiterhin die Frage im Mittelpunkt, ab wann und in welchem Ausmaß die Leitzinsen gesenkt würden. Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze stiegen, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen revidierten und nunmehr von späteren und weniger Leitzinssenkungen der EZB im Jahr 2024 ausgingen. Am Ende des Berichtszeitraums waren in der Terminkurve des Tagesgeld-Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) eine erste Zinssenkung von 25 Basispunkten im zweiten Quartal 2024 und Zinssenkungen von insgesamt 100 Basispunkten im Verlauf des Jahres 2024 fast vollständig eingepreist. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze bewegten sich nach der Dezember-Sitzung zunächst nach unten, anschließend dann aber wieder nach oben. Dies deckte sich auch mit der beobachteten stärkeren Anpassung der US-Kurve, nachdem die veröffentlichten Wachstums- und Inflationsdaten für die Vereinigten Staaten überraschend positiv ausfielen. Die Renditen von Staatsanleihen bewegten sich in etwa im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen. Die Streuung der Renditeabstände der Staatsanleihen gegenüber dem Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) verringerte sich und die größeren Emissionsvolumina wurden vom Markt problemlos absorbiert. Die Aktienkurse im Euroraum stiegen leicht an, blieben aber hinter ihren US-amerikanischen Pendanten zurück, da die Gewinnerwartungen der Unternehmen im Euroraum weiter nach unten korrigiert wurden. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung leicht auf, schwächte sich jedoch gegenüber dem US-Dollar geringfügig ab.*

**Die OIS-Terminzinnsatzkurve hat sich seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats nach oben verschoben, denn die Marktteilnehmer korrigierten ihre Erwartungen zur ersten Zinssenkung auf einen späteren Zeitpunkt im zweiten Quartal 2024** (siehe Abbildung 15). Der Referenzzinssatz €STR blieb im Berichtszeitraum mit 3,9 % stabil, was darauf zurückzuführen war, dass der EZB-Rat den Zinssatz für die Einlagefazilität seit der geldpolitischen Sitzung vom September 2023 unverändert bei 4 % belassen hat. Die Überschussliquidität sank um rund 83 Mrd. € auf 3 500 Mrd. €. Gründe hierfür waren in erster Linie die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sowie die Verringerung des Portfolios des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der in diesem Portfolio gehaltenen Wertpapiere nicht mehr reinvestiert. Die auf dem €STR basierenden Terminzinssätze für Overnight Index Swaps, deren Laufzeiten sich über die kommenden EZB-Ratssitzungen erstrecken, sind seit der Dezember-Sitzung gestiegen. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer nunmehr davon ausgehen, dass die erste Leitzinssenkung etwas später erfolgen wird und dass bis zum Jahresende weniger Zinssenkungen vorgenommen werden als ursprünglich angenommen. Konkret waren zum Ende des Berichtszeitraums in der Terminzinnsatzkurve eine erste Zinssenkung um 25 Basispunkte im zweiten Quartal 2024 sowie Zinssenkungen von insgesamt 100 Basispunkten bis Ende 2024 fast vollständig eingepreist.

## Abbildung 15 €STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

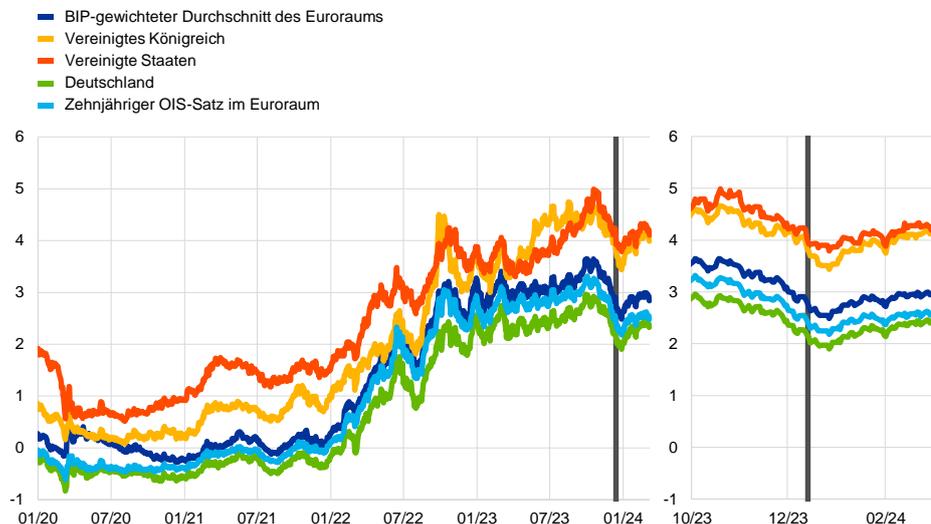
Anmerkung: Die Terminzinnsurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

**Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen vor dem Hintergrund einer noch stärkeren Anpassung der US-Zinskurve, die darauf zurückzuführen war, dass sich die amerikanische Wirtschaft weiterhin als widerstandsfähig erwies** (siehe Abbildung 16). Zu Beginn des Berichtszeitraums sanken die langfristigen risikofreien Zinssätze deutlich: Ende Dezember war der zehnjährige OIS-Satz im Euroraum rund 20 Basispunkte niedriger als zu Beginn des Berichtszeitraums. Anschließend wurde dieser Rückgang der langfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet jedoch wieder mehr als ausgeglichen. Dies stand weitgehend im Einklang mit den ausgeprägteren Bewegungen der Renditen von US-Staatsanleihen, die teilweise auf die Veröffentlichung unerwartet günstiger Daten zur US-Wirtschaft und auf eine Neubewertung der Geldpolitik beidseits des Atlantiks zurückzuführen waren. Der zehnjährige OIS-Satz im Euroraum erhöhte sich über den Berichtszeitraum hinweg um etwa 10 Basispunkte auf rund 2,5 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg unterdessen um etwa 19 Basispunkte auf 4,1 %, und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs zog um rund 21 Basispunkte auf etwa 4 % an.

## Abbildung 16

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

(in % p. a.)



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

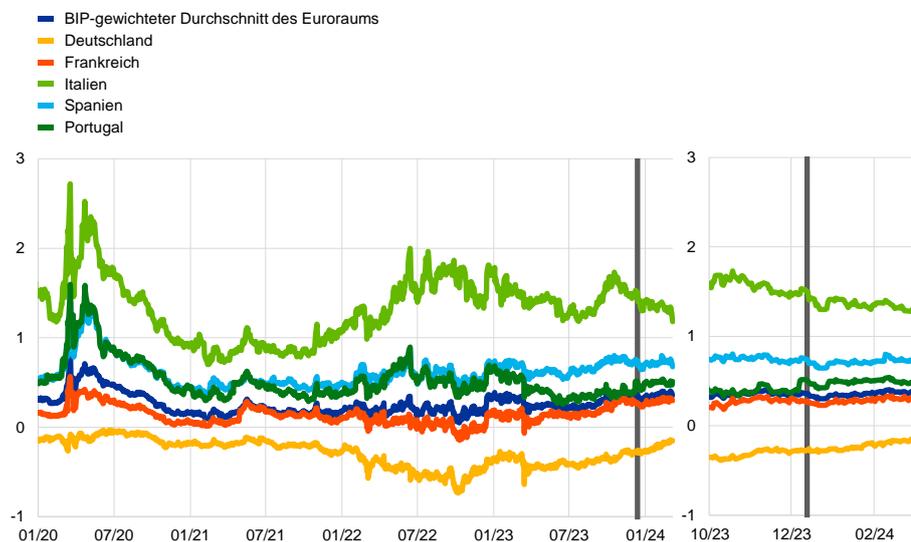
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 14. Dezember 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2024.

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum bewegten sich im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen, sodass sich die Renditeabstände kaum veränderten** (siehe Abbildung 17). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum stieg bis zum Ende des Berichtszeitraums um etwa 11 Basispunkte auf rund 2,8 %. Somit vergrößerte sich ihr Abstand zum €STR-basierten OIS-Satz nur geringfügig. Die Staatsanleihespreads der einzelnen Euro-Länder näherten sich einander an, denn bei einigen höher rentierenden Staatsanleihen verringerten sich die Renditeabstände, während sich bei der Rendite deutscher Staatsanleihen der negative Abstand zum OIS-Satz verkleinerte. Der Staatsanleihemarkt zeigte sich im Berichtszeitraum widerstandsfähig, wobei die höheren Emissionsvolumina von privaten Anlegern problemlos absorbiert wurden.

### 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 14. Dezember 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2024.

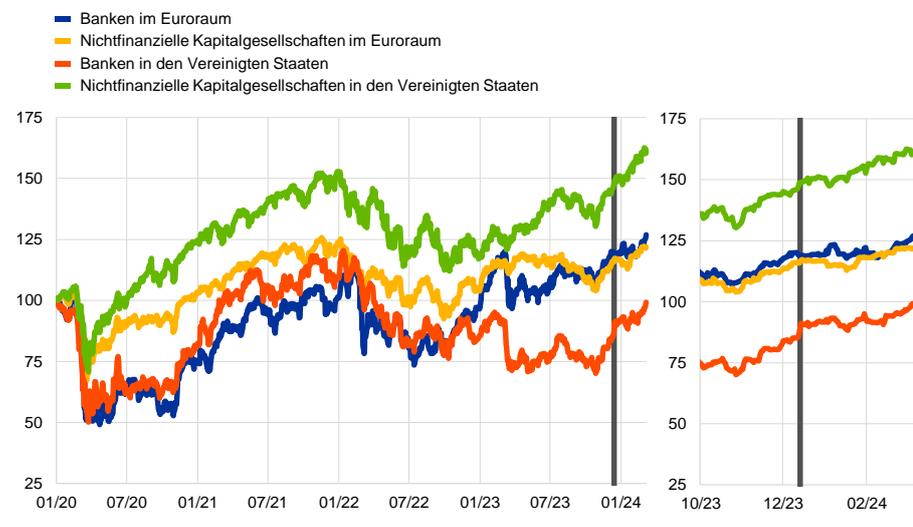
**Die vorteilhafte Risikostimmung führte zu einer deutlichen Verengung der Renditeabstände hochverzinslicher Unternehmensanleihen.** Im Berichtszeitraum und insbesondere nach dem Jahreswechsel verringerten sich die Renditeabstände bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen deutlich. Sie lagen am Ende rund 37 Basispunkte niedriger als zu Beginn. Bei finanziellen Kapitalgesellschaften war der Rückgang dabei stärker ausgeprägt als bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating hingegen schwankten nur leicht und blieben weitgehend unverändert. In der längerfristigen Betrachtung sind die Renditeabstände von Unternehmensanleihen derzeit im historischen Vergleich nach wie vor gering, insbesondere im Hochzinssegment. Sie liegen aktuell rund 50 Basispunkte unter dem Stand vom Dezember 2021, nachdem sie im Verlauf des Jahres 2022 auf etwa 250 Basispunkte über diesem Niveau gestiegen waren. Durch die geringeren Renditeabstände konnte die Zunahme der Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung vor dem Hintergrund stark und rasch steigender risikofreier Zinssätze eingedämmt werden.

**Unterstützt durch die positive Marktstimmung zogen die Aktienkurse im Euroraum ungeachtet weiterer Abwärtskorrekturen der Gewinnerwartungen und leicht höherer Diskontierungssätze an** (siehe Abbildung 18). Im Berichtszeitraum erhöhte sich der marktweite Aktienindex im Euroraum, wenn auch weniger stark als sein US-amerikanisches Pendant. Die beiden Indizes notieren rund 6 % bzw. 8 % höher, wobei davon ausgegangen wird, dass die nominalen Gewinne im Euroraum im Jahresverlauf 2024 erheblich weniger stark wachsen werden als in den USA. Die schwächere Entwicklung im Euroraum – die nicht nur während des Berichtszeitraums, sondern auch seit dem Tiefstand Ende Oktober zu verzeichnen

war – erfolgte auf relativ breiter Basis: Sowohl die nach Marktkapitalisierung gewichteten als auch die gleichgewichteten Indizes stiegen weniger stark als in den Vereinigten Staaten. Während die Aktienkurse finanzieller Kapitalgesellschaften auf beiden Seiten des Atlantiks in ähnlichem Maße zulegten, schnitt der nichtfinanzielle Sektor des Euroraums schwächer ab als derjenige der Vereinigten Staaten. Unterstützt wurden die Aktienkurse im Euroraum durch niedrigere Aktienrisikoprämien, die die nach unten korrigierten Gewinnprognosen und höheren Diskontierungssätze mehr als kompensieren.

**Abbildung 18**  
**Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten**

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



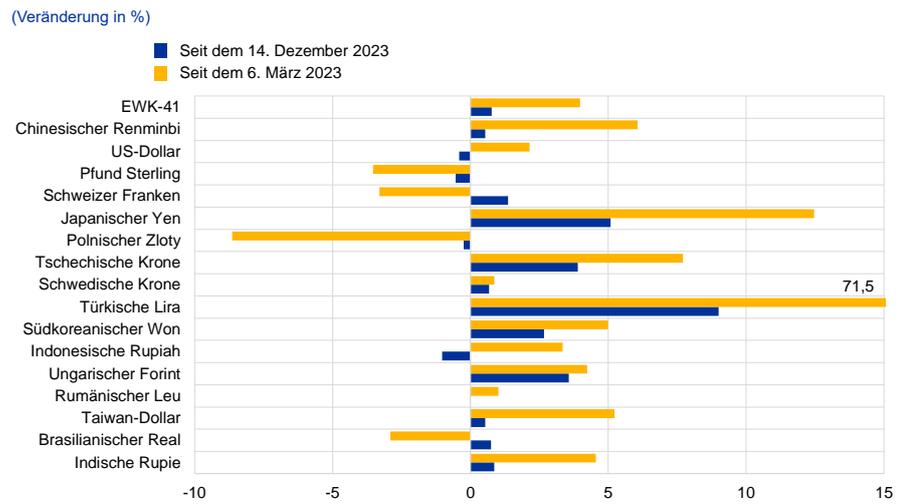
Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 14. Dezember 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2024.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handlungsgewichteter Rechnung leicht auf, schwächte sich jedoch gegenüber dem US-Dollar geringfügig ab** (siehe Abbildung 19). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 0,8 %. Die leichte Aufwertung des Euro war bedingt durch Wertgewinne gegenüber den Währungen verschiedener Industrieländer (z. B. um 5 % gegenüber dem japanischen Yen), Schwellenländerwährungen und Währungen von EU-Ländern, die nicht dem Euroraum angehören. Dagegen verbilligte sich der Euro leicht (um 0,4 %) gegenüber dem US-Dollar, wobei es während des Berichtszeitraums zu gewissen Schwankungen kam. Verantwortlich für die Abwertung gegenüber dem US-Dollar waren im Wesentlichen die veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der relativen wirtschaftlichen Stärke und der Leitzinsen. Von Mitte Dezember bis zum Jahreswechsel wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst auf, da die Marktteilnehmer den Tenor der Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) der Federal Reserve vom Dezember als Signal für eine Kehrtwende zu einer weniger restriktiven Geldpolitik interpretierten. Zudem belastete eine verstärkte Risikobereitschaft den US-Dollar. Seit Jahresbeginn 2024 hat sich der Euro dann gegenüber dem US-Dollar verbilligt,

worin sich die vergleichsweise stärkere wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit der Vereinigten Staaten widerspiegelte. Nach einer vorsichtigeren Kommunikation des Federal Reserve System bei der FOMC-Sitzung vom Januar rechnen überdies die Marktteilnehmer nun nicht mehr so sehr mit unmittelbar bevorstehenden US-Leitzinssenkungen. Zusätzlich gestützt wurde diese Markteinschätzung durch die robusten US-Arbeitsmarktdaten und den im Februar unerwartet hohen US-Verbraucherpreisindex.

**Abbildung 19**

**Veränderungen des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen**



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 6. März 2024.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Nachdem die Finanzierungskosten der Banken im vierten Quartal 2023 gesunken waren, stiegen sie im Januar 2024 wieder geringfügig an und blieben damit auf einem historisch gesehen hohen Niveau. Die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierende Fremdfinanzierung nahmen im Berichtszeitraum vom 14. Dezember 2023 bis zum 6. März 2024 etwas zu. Die Kosten für die Eigenfinanzierung gingen indessen leicht zurück. Die Bankzinsen für Kredite an Unternehmen blieben weitgehend unverändert, während die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte etwas nachgaben. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) lag weiterhin nahe bei null. Gründe hierfür waren die hohen Opportunitätskosten, eine stagnierende Kreditvergabe und die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems.*

**Trotz rückläufiger Anleiherenditen blieben die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum auf einem historisch gesehen hohen Niveau.** Nachdem der Indikator der Fremdfinanzierungskosten gebietsansässiger Banken gegenüber seinem Höchststand vom Oktober 2023 zunächst gesunken war, stieg er im Januar 2024 wieder leicht an. Zwischen den einzelnen Ländern waren hierbei allerdings große Unterschiede festzustellen (siehe Abbildung 20, Grafik a). Die Renditen von Bankanleihen verzeichneten im vierten Quartal 2023 einen erheblichen Rückgang, erhöhten sich im ersten Quartal 2024 jedoch wieder (siehe Abbildung 20, Grafik b). Diese Entwicklung ähnelt damit jener der risikofreien Zinsstrukturkurve (siehe Abschnitt 4). Im Januar 2024 stiegen die (aggregierten) Zinsen für Einlagen, über die sich die Banken zum Großteil refinanzieren, weiter an, wobei es zwischen den einzelnen Instrumenten und Sektoren gewisse Unterschiede gab. Während sich die Zinssätze für täglich fällige Einlagen etwas erhöhten, gingen jene für Termineinlagen zurück. Hierdurch verringerte sich die große Zinsdifferenz zwischen diesen beiden Einlagenarten leicht. Der zunehmende Wettbewerb der Banken um Kundeneinlagen trieb deren Kosten für die Refinanzierung über Einlagen in die Höhe. Bei den in hohem Maße von der Einlagenfinanzierung abhängigen Retailbanken stiegen die Kosten weiter an. Grund hierfür war der anhaltende Aufwärtsdruck infolge des niedrigen Gesamteinlagenvolumens. Dagegen profitierten Institute, die auf großvolumige Finanzierungen angewiesen sind, stärker von den im vierten Quartal 2023 rückläufigen Bankanleiherenditen. Allerdings waren ihre Kosten für die Einlagenfinanzierung in der Anfangsphase des geldpolitischen Straffungszyklus auch stärker und rascher gestiegen. Die Zusammensetzung der Bankverbindlichkeiten hat sich generell weiter in Richtung teurerer Finanzierungsquellen verlagert. Da sich die Bilanz des Eurosystems weiter normalisiert hat, wurde dem Finanzsystem überdies mechanisch Liquidität entzogen.

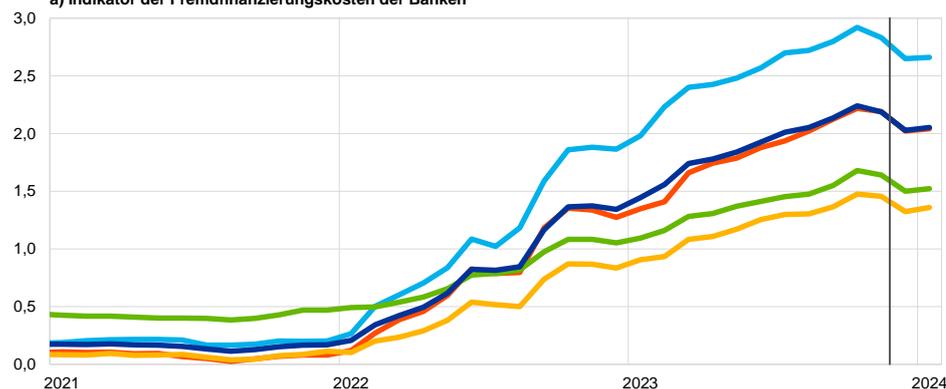
## Abbildung 20

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

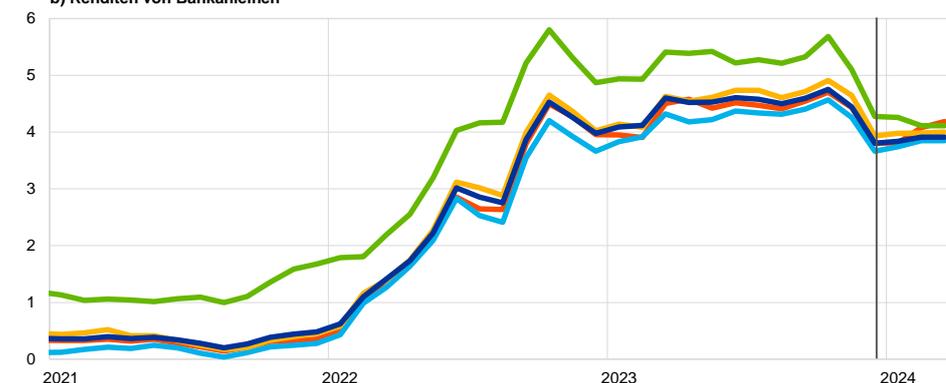
(in % p. a.)



a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und 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 Bankanleihenrenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die vertikale graue Linie (Grafik a und b) markiert den 31. Oktober 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 6. März 2024 (Renditen von Bankanleihen).

### Die Zinsen der Banken für Unternehmenskredite blieben im Januar 2024 weitgehend unverändert, während die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte zurückgingen.

Anfang 2022 setzte ein kräftiger Anstieg der Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte im gesamten Euroraum ein. Seit November 2023 zeichnet sich eine Stabilisierung dieser Zinssätze auf hohem Niveau ab (siehe Abbildung 21). Die Zinsen für Unternehmenskredite beliefen sich im Januar 2024 auf 5,22 % (nach 5,25 % im Dezember 2023). Die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Neugeschäft gaben derweil leicht nach, und zwar von 3,97 % auf 3,87 %. Dieser Rückgang war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten und fiel bei Ausleihungen mit mittel- und längerfristigen Zinsbindungsfristen stärker aus. Unterschiede im Ausmaß des Rückgangs trugen dazu bei, dass sich die Streubreite der Kreditzinsen verringerte. Die Bankzinsen für

neue Konsumentenkredite an private Haushalte sowie für bestehende Überziehungskredite und Konsumentenkredite stiegen im Januar weiter an. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte waren nach wie vor gering (siehe Abbildung 21), was darauf hindeutet, dass die Transmission der Geldpolitik in allen Euro-Ländern reibungslos vonstattengeht. Die höheren Zinssätze im Aktivgeschäft der Banken wirken nach wie vor auf bestehende Wohnungsbaukredite durch. Da die Kosten für den Schuldendienst steigen, rechnet laut der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Januar 2024 ein zunehmender Anteil der befragten privaten Haushalte, insbesondere aus den einkommensschwächeren Quintilen, in den kommenden drei Monaten mit Schwierigkeiten bei der Bedienung ihrer Hypotheken.

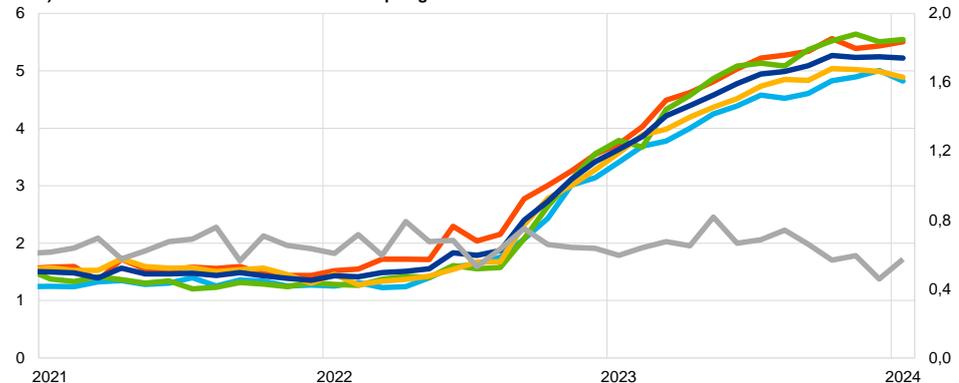
### Abbildung 21

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

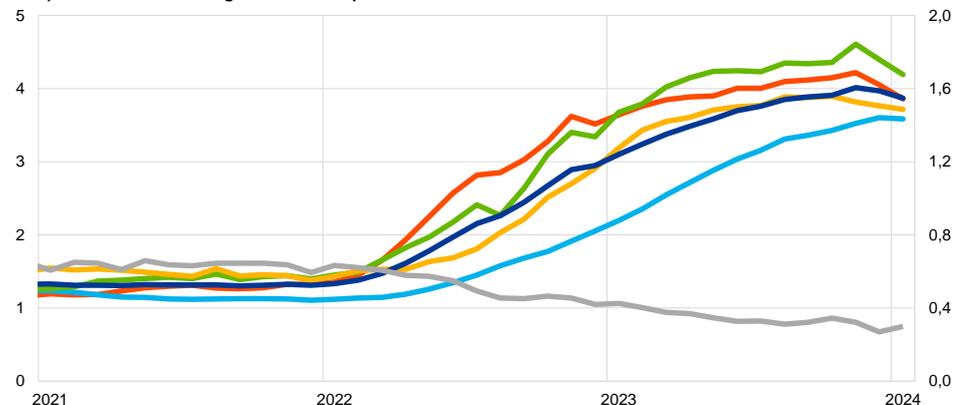
(in % p. a.; Standardabweichung)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien
- Standardabweichung der nationalen Daten (rechte Skala)

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte

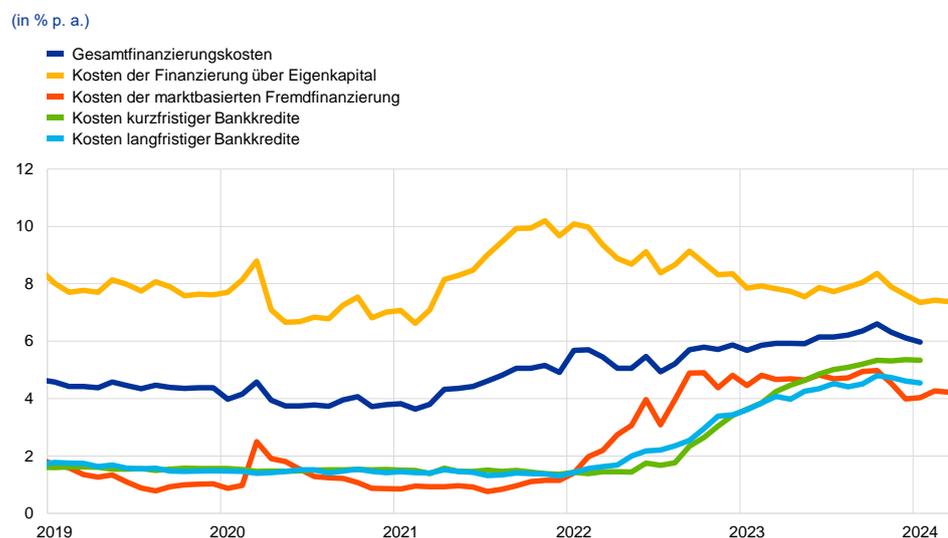


Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugesäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024.

**Im Berichtszeitraum vom 14. Dezember 2023 bis zum 6. März 2024 stiegen die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften leicht an, während sich ihre Finanzierung über Eigenkapital geringfügig verbilligte (jeweils basierend auf Tageswerten).** Auf Monatswerten basierend verringerten sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im Januar 2024 gegenüber dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 erheblich; mit einem Wert von 6,0 % lagen sie 10 Basispunkte unter ihrem Stand vom Dezember 2023 (siehe Abbildung 22).<sup>12</sup> Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren im Wesentlichen die gesunkenen Kosten für die Eigenfinanzierung. Bei den anderen Kostenkomponenten kam es hingegen zu keinen wesentlichen Veränderungen. Die marktbasierter Fremdfinanzierung verteuerte sich im Berichtszeitraum (auf Basis von Tageswerten). Dies war darauf zurückzuführen, dass der Anstieg des risikofreien Zinssatzes nicht vollständig durch die Verringerung des Renditeabstands von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Hochzinssegment ausgeglichen wurde. Zugleich verbilligte sich die Finanzierung über Eigenkapital leicht, denn der Rückgang der Aktienrisikoprämie wurde nur teilweise durch die Erhöhung des risikofreien Zinssatzes – näherungsweise bestimmt anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeld-Swaps – aufgewogen (siehe Abschnitt 4).

**Abbildung 22**  
**Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten**



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften basieren 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 6. März 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Januar 2024 (Monatswerte).

<sup>12</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Januar 2024 vor.

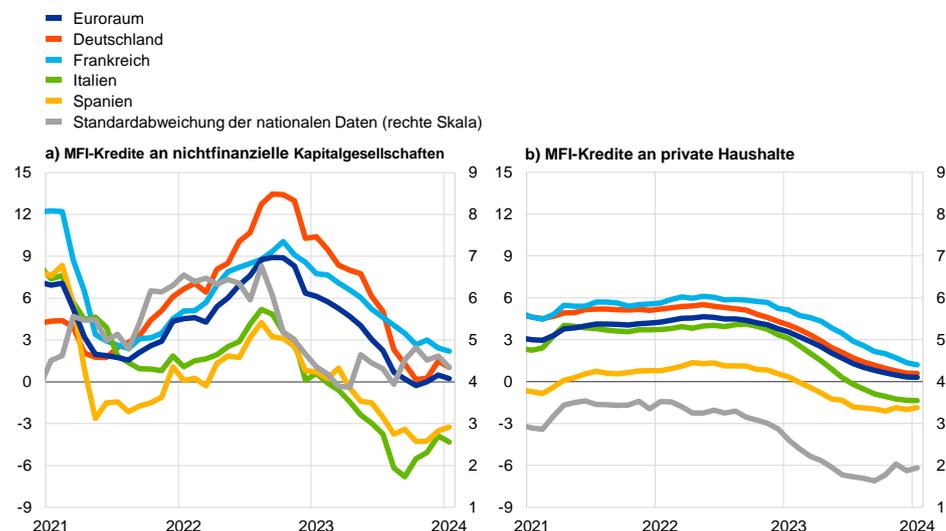
**Angesichts der hohen Kreditzinsen, einer gedämpften Kreditnachfrage und restriktiver Kreditrichtlinien stabilisierte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im Januar 2024 auf einem niedrigen Niveau.**

Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verlangsamte sich im Januar 2024 auf 0,2 % nach 0,5 % im Dezember 2023 (siehe Abbildung 23, Grafik a), wobei zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestanden. Die Volatilität hat unterdessen zugenommen. Dies zeigt sich daran, dass die kurzfristige Kreditvergabe im Januar deutlich sank, wodurch der ähnlich kräftige Anstieg der vorangegangenen zwei Monate rückgängig gemacht wurde. Die anhaltende Schwäche des Kreditwachstums steht insgesamt nach wie vor im Einklang mit der seit Anfang 2023 stagnierenden Kreditdynamik und ist vor dem Hintergrund der gedämpften gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, der verschärften Kreditrichtlinien und der restriktiven Geldpolitik zu sehen. Bei den Krediten an private Haushalte verringerte sich das jährliche Wachstum wegen der negativen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, der leichten Straffung der Kreditrichtlinien und der hohen Kreditzinsen geringfügig von 0,4 % im Dezember 2023 auf 0,3 % im Januar 2024 (siehe Abbildung 23, Grafik b). Ausschlaggebend für diesen Rückgang waren vor allem die Wohnungsbaukredite und die Kredite an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit). Derweil war das Wachstum der Konsumentenkredite weiterhin stabil, wofür in erster Linie die Nachfrage von Privathaushalten aus den einkommensschwächeren Quintilen verantwortlich war. Dies lässt sich an der Zunahme abgelehnter Kreditanträge ablesen. Zudem deuten die Ergebnisse der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Januar 2024 darauf hin, dass ein erheblicher Anteil der Befragten die Kreditrichtlinien als restriktiv einschätzte und damit rechnete, dass es in den nächsten zwölf Monaten schwieriger würde, Wohnungsbaukredite zu erhalten.

## 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 Januar 2024.

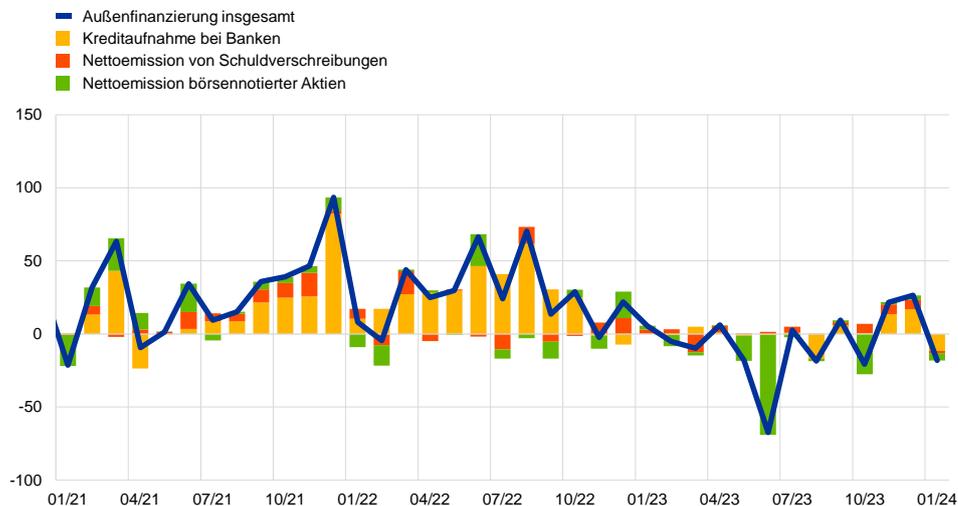
### Das Wachstum der Netto-Außenfinanzierung der Unternehmen im Euroraum blieb im vierten Quartal 2023 und im Januar 2024 schwach, was auf das niedrige Niveau der Fremdfinanzierung zurückzuführen war.

Zwar stieg die Jahreswachstumsrate der Netto-Außenfinanzierung von -0,9 % im Oktober 2023 auf 0,8 % im Januar 2024 an, doch war im Januar erneut ein Rückgang der monatlichen Ströme zu verzeichnen (Abbildung 24). Anders als in früheren Phasen einer schwachen Kreditdynamik konnte die Emission von Unternehmensanleihen den Gesamtrückgang der Bankkredite nicht ausgleichen. Unternehmen fragten im Januar vor allem Kredite mit kurzen Laufzeiten nach. Längerfristige Kredite ersetzen sie durch Unternehmensanleihen. Im Übrigen blieb die Emission börsennotierter Aktien verhalten.

## Abbildung 24

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

(monatliche Ströme; in Mrd. €)



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

Anmerkung: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe der Kreditaufnahme bei Banken (d. h. 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 Januar 2024.

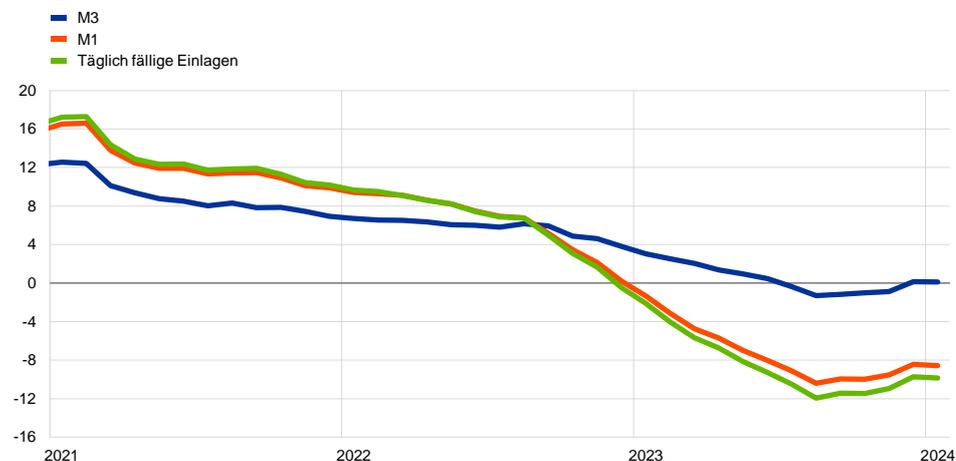
**Im Januar 2024 schichteten die Unternehmen und privaten Haushalte weiterhin täglich fällige Einlagen in Termineinlagen um.** Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen sank abermals und belief sich im Januar 2024 auf -9,9 %, verglichen mit -9,7 % im Dezember 2023 (siehe Abbildung 25). Zurückzuführen ist die starke Präferenz für Termineinlagen auf die große Zinsdifferenz gegenüber den täglich fälligen Einlagen. Diese spiegelt die erheblichen Opportunitätskosten der Haltung hochliquider Instrumente wider.<sup>13</sup> Die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen lagen im Januar in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB und waren nach wie vor höher als jene für entsprechende Einlagen privater Haushalte. Im Vormonatsvergleich nahmen die privaten Haushalte erneut umfangreiche Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen vor. Die Unternehmen beschleunigten das Tempo derartiger Umschichtungen, nachdem es sich im vierten Quartal 2023 noch deutlich verringert hatte.

<sup>13</sup> Wie in früheren geldpolitischen Straffungszyklen haben sich 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 Januar 2024.

#### Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 lag im Januar 2024 weiterhin nahe bei null. Gründe hierfür waren die hohen Opportunitätskosten, eine stagnierende Kreditvergabe und die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems.

Das M3-Wachstum im Euroraum verringerte sich im Januar leicht auf 0,1 % gegenüber 0,2 % im Dezember 2023 (siehe Abbildung 25). Im selben Zeitraum verlangsamte sich das Wachstum der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquiden Komponenten von M3 umfasst, geringfügig von -8,5 % auf -8,6 %. Nach einer relativ starken Ausweitung im vierten Quartal 2023 wies M3 im Januar 2024 umfangreiche Abflüsse gegenüber dem Vormonat auf. Dies geschah vor dem Hintergrund zunehmender Volatilität und von Portfoliumschichtungen zulasten von M3, wodurch sich die schwache monetäre Dynamik verfestigte. Die Abflüsse im Januar spiegelten eine Teilumkehr der im Dezember getätigten Käufe von Staatsanleihen durch Banken und einen Anstieg der Staatsanleihen im Bestand des geldhaltenden Sektors in gleicher Höhe wider. Ein weiterer Bestimmungsfaktor war die neuerliche Emission langfristiger Bankanleihen im Vorfeld der im März 2024 anstehenden Rückzahlung von GLRG-Mitteln. Dem standen teilweise höhere Zuflüsse aus dem Ausland infolge eines beträchtlichen Leistungsbilanzüberschusses (bei schwachen Importen) sowie ein gesteigertes Interesse ausländischer Anleger an Wertpapieren des Euroraums gegenüber. Im Übrigen wirkte sich die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems zusammen mit einer stagnierenden Kreditvergabe an den privaten Sektor kontraktiv auf die Geldschöpfung aus.

*Den jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB zufolge verbessert sich das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum im laufenden Jahr moderat auf 2,9 % des BIP. Danach dürfte es nur noch geringfügig sinken und 2025 und 2026 je 2,8 % des BIP betragen. Die allmähliche Verringerung des Defizits, die nach der akuten Phase der Pandemie zu beobachten war, kommt damit laut Projektionen zum Stillstand – es wird sogar mit einem leichten Anstieg gerechnet. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet spiegelt diese Entwicklungen weitgehend wider. So wird geschätzt, dass er 2024 deutlich restriktiv ausfällt, danach aber kaum noch gestrafft ist. Die restriktive fiskalische Ausrichtung beruht auf der Annahme, dass die Regierungen ihre energiebezogenen Stützungsmaßnahmen weiter zurücknehmen. Da die Straffung des fiskalischen Kurses wohl nicht über das Jahr 2024 hinausgeht, dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum erhöht bleiben. So wird für den Projektionszeitraum damit gerechnet, dass die Schuldenquote von schätzungsweise 88,3 % im Jahr 2023 geringfügig auf rund 88,6 % im Jahr 2026 ansteigt. Am 21. Februar 2024 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Halbzeitevaluierung der Aufbau- und Resilienzfähigkeit (RRF), in der sie hervorhebt, dass gewisse Fortschritte erzielt wurden. Nun bedarf es jedoch einer schnelleren Umsetzung, um das Potenzial des Aufbauplans Next Generation EU (NGEU) vollständig auszuschöpfen. Der ECOFIN-Rat und das Europäische Parlament erzielten kürzlich eine vorläufige politische Einigung über die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU. Das Gesetzgebungsverfahren sollte jetzt rasch abgeschlossen werden, damit die neuen Regelungen unverzüglich umgesetzt werden können.*

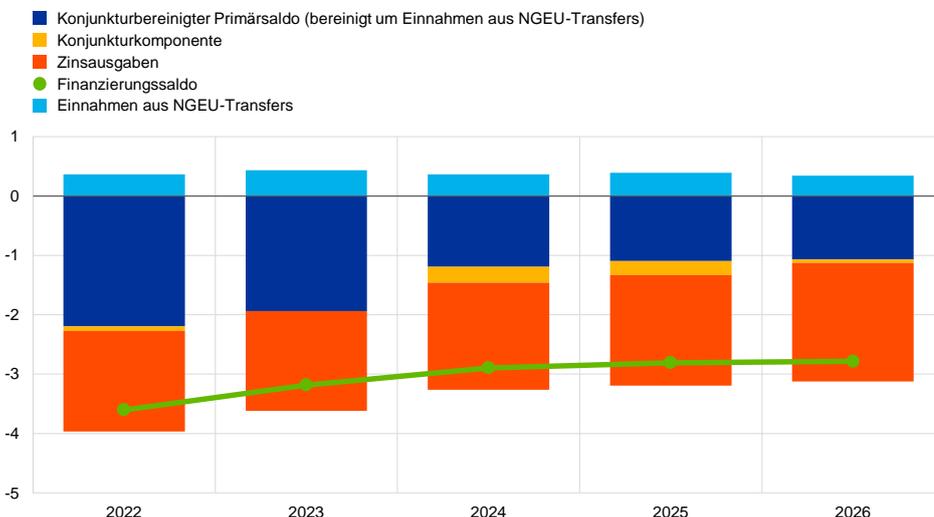
**Die Fachleute der EZB erwarten in ihren Projektionen vom März 2024, dass sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum 2024 moderat, 2025 aber nur noch geringfügig verbessert.**<sup>14</sup> Den Projektionen zufolge ist er von -3,6 % des BIP 2022 auf -3,2 % des BIP 2023 zurückgegangen; 2024 und 2025 sinkt er in Relation zum BIP weiter auf -2,9 % bzw. -2,8 % und weist letzteren Stand auch im Jahr 2026 auf (siehe Abbildung 26). Ausschlaggebend hierfür ist, dass die konjunkturbereinigten Primärdefizite 2024 sinken dürften und auch für 2025 eine geringfügige Reduzierung erwartet wird. Die steigenden Zinsausgaben zehren diese Abnahme nur teilweise auf, denn aufgrund der langen Restlaufzeiten staatlicher Schuldtitel (auf Euroraumebene derzeit knapp 8 Jahre nach 6,5 Jahren 2015) wirken sich die Zinserhöhungen der Vergangenheit nur allmählich auf die staatlichen Zinsausgaben aus. Der Rückgang des konjunkturbereinigten Primärdefizits im laufenden Jahr ist in erster Linie dem Umstand zuzuschreiben, dass die Regierungen mit dem Nachlassen des Energiepreisschocks und der hohen Inflation ihre finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen verringern. Den aktuellen Schätzungen zufolge beliefen sich diese Maßnahmen 2023 euroraumweit auf 1,3 % des BIP. Im Jahr 2024 dürfte ihr Anteil am BIP deutlich auf 0,4 % sinken und 2025 sowie 2026 je rund 0,2 % betragen.

<sup>14</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2024.

## Abbildung 26

### Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quelle: Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2024.

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

**Im Vergleich zu den Stabsprojektionen des Eurosystems vom Dezember 2023 ist der projizierte Finanzierungssaldo 2023, 2024 und 2025 nun mit je 0,1 Prozentpunkten geringfügig niedriger; für 2026 beträgt die Abwärtsrevision 0,2 Prozentpunkte.** Diese Revisionen sind darauf zurückzuführen, dass die Konjunkturkomponente in jedem Jahr des Projektionszeitraums um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert wurde, während die infolge günstigerer Finanzierungsbedingungen angenommene Abnahme der Zinsausgaben nur teilweise ein Gegengewicht hierzu bildet.

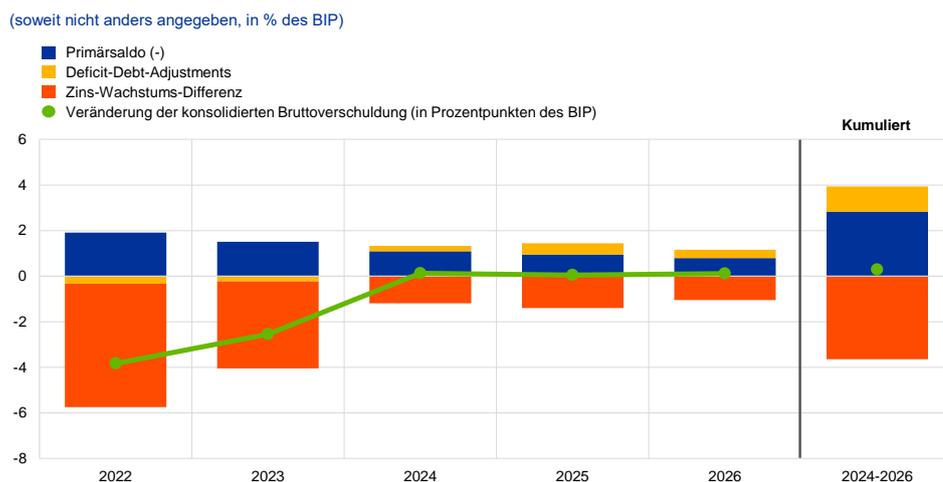
**Der fiskalische Kurs im Eurogebiet fällt den Projektionen zufolge 2024 deutlich restriktiv aus, ist danach aber kaum noch gestrafft.**<sup>15</sup> Die um NGEU-Transfers bereinigte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet darauf hin, dass die Finanzpolitik im Zeitraum 2023-2024 auf Euroraumebene deutlich restriktiv ist, denn ein Großteil der energie- und inflationsbedingten Stützungsmaßnahmen aus dem Jahr 2022 läuft aus. In den letzten beiden Jahren des Projektionszeitraums, 2025 und 2026, fällt der fiskalische Kurs neutral aus. Trotz des kontinuierlichen Rückgangs der energiebezogenen Stützungsmaßnahmen wird für das Eurogebiet im gesamten Projektionszeitraum nach wie vor mit einem weitgehend akkommodierenden fiskalischen Niveau gerechnet. So liegt der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo deutlich unter seinem Stand vor der

<sup>15</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 Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie in diesem Kontext aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

Pandemie, da während der Krise ergriffene expansive Maßnahmen sich als recht dauerhaft erweisen.

**Laut Projektionen liegt die am BIP gemessene Staatsverschuldung im Euroraum weiterhin über ihrem Vorpandemiestand. Im Projektionszeitraum steigt sie sogar leicht an, und zwar von schätzungsweise 88,3 % des BIP im Jahr 2023 auf 88,6 % des BIP im Jahr 2026.** Während der Pandemie erhöhte sich die Schuldenquote deutlich auf rund 97 % im Jahr 2020. Seitdem ist sie allmählich zurückgegangen. Diese Verbesserung scheint jedoch zum Stillstand gekommen zu sein, und es wird sogar eine geringfügige Erhöhung projiziert. Zurückzuführen ist dies auf Primärdefizite und positive Deficit-Debt-Adjustments (defizitneutrale, aber den Schuldenstand erhöhende Vorgänge), die nur teilweise durch weiterhin negative Zins-Wachstums-Differenzen (Differenzen zwischen dem nominalen Durchschnittszins der Staatsschulden und dem nominalen BIP-Wachstum) kompensiert werden (siehe Abbildung 27).

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



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

**Wichtig ist, dass die Regierungen rasche Fortschritte bei der Umsetzung von NGEU wie auch der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU erzielen.** Am 21. Februar 2024 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre **Halbzeitevaluierung der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF)**. Darin hebt die Kommission hervor, dass einige Fortschritte bei der Umsetzung von NGEU erzielt wurden. Gleichwohl stellt sie fest, dass es bislang Verzögerungen bei Auszahlungen und Investitionen gebe, sodass die Wachstumsimpulse deutlich hinter den anfänglichen Erwartungen zurückgeblieben seien. Es kommt nun entscheidend darauf an, das NGEU-Programm rascher umzusetzen, um sein Potenzial voll auszuschöpfen. Nachdem der ECOFIN-Rat und das Europäische Parlament kürzlich eine vorläufige politische Einigung über die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU erzielt haben, sollte das Gesetzgebungsverfahren jetzt rasch abgeschlossen werden, damit die neuen Regelungen unverzüglich umgesetzt werden können.

# Kästen

## 1 Spekulationen bei den Öl- und Gaspreisen in Zeiten geopolitischer Risiken

Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso und Ana-Simona Manu

**Die Pandemie, der Krieg in der Ukraine und die zunehmenden geopolitischen Spannungen im Nahen Osten ließen die Preisvolatilität ansteigen. Dies hat im Zusammenspiel mit den starken Schwankungen der Öl- und Gaspreise die Frage aufgeworfen, inwiefern Spekulationen die Notierungen für Öl und Gas beeinflussen.** Die Öl- und Gaspreise sind seit dem Ende der Pandemie deutlich gestiegen. Dabei entwickelten sich die Preise im Zuge der auf die Pandemie folgenden Erholung sehr volatil. In jüngerer Zeit kamen erneut Bedenken hinsichtlich einer erhöhten Preisvolatilität auf. Grund hierfür waren die Terroranschläge in Israel und die zunehmenden Spannungen am Roten Meer. Wenngleich die Schwankungen geringer waren als in der Erholungsphase nach der Corona-Pandemie, unterlagen die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent einem gewissen Aufwärtsdruck (siehe Abbildung A, Grafik a).<sup>1</sup> Dessen ungeachtet wird derzeit der aus den geopolitischen Spannungen und den Förderkürzungen der OPEC+ resultierende Aufwärtsdruck auf die Ölpreise durch eine schwache Nachfrage und eine höhere Produktion der Nicht-OPEC-Länder ausgeglichen. Die Gaspreise zeigten zwar ebenfalls eine Reaktion auf die aktuellen geopolitischen Spannungen, doch blieben sie deutlich unterhalb des im Jahr 2022 verzeichneten Niveaus. Vor diesem Hintergrund ist erneut die Frage in den Blickpunkt gerückt, welche Triebkräfte hinter der Öl- und Gaspreisentwicklung stehen. Von besonderem Interesse ist dabei, ob die Preise in erster Linie von Fundamentalfaktoren (also Angebot und Nachfrage nach Öl und Gas auf globaler Ebene) bestimmt werden oder ob eher andere, nicht fundamentale Faktoren im Zusammenhang mit spekulativen Positionen eine Rolle spielen. Hierüber wird seit mehr als zwei Jahrzehnten intensiv diskutiert. Einige Beobachter sind der Ansicht, dass Spekulationen und die „Finanzialisierung“ der Rohstoffmärkte hauptverantwortlich für die Preisausschläge bei Öl sind. Wissenschaftlichen Studien zufolge gibt es jedoch keine belastbaren Belege dafür, dass Finanzspekulationen hier eine maßgebliche Rolle spielen.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Eine Schätzung der Reaktion der Ölpreise auf geopolitische Schocks findet sich in: EZB, [Geopolitische Risiken und Ölpreisentwicklung](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 8/2023.

<sup>2</sup> Siehe beispielsweise L. Kilian, Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market, *American Economic Review*, Bd. 99, Nr. 3, 2009, S. 1053-1069; I. Vansteenkiste, [What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1371, 2011.

## Abbildung A

### Entwicklung der Öl- und Gaspreise und wichtige Ereignisse

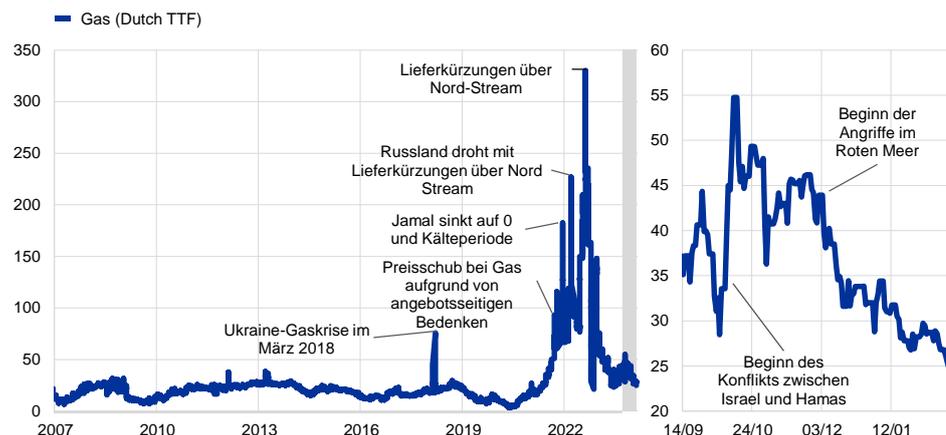
#### a) Ölpreise

(USD/Barrel)



#### b) Gaspreise

(€/MWh)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Dutch TTF ist der europäische Referenzpreis für Erdgas. Der schattierte Bereich entspricht jeweils dem detailliert dargestellten Ausschnitt rechts. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Februar 2024.

**Marktbasierte Kennzahlen deuten generell darauf hin, dass Spekulationen von nur von geringer Bedeutung sind, lässt man Absicherungsgeschäfte (Hedging) außer Acht.** Die Bedeutung von Spekulationen lässt sich durch die Erstellung von Spekulationsindizes für den Öl- und den Gasmarkt unter Verwendung des „Working-T-Index“ ermitteln. Der Index basiert auf Daten zu Positionen am US-amerikanischen Terminmarkt, die aus dem Bericht über die Handelspositionen der Marktteilnehmer (Commitments of Traders – COT) der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde für den Warenterminhandel (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) stammen. Dabei werden spekulative Positionen anhand des Betrags der Terminkontrakte berechnet, die Non-Commercial-Traders (als Näherungswert für spekulative Investoren) halten, soweit dies den Betrag übersteigt, der zum Ausgleich von Hedging-Positionen von Commercial Traders benötigt wird (dieser wird durch die

meldepflichtigen Stellen ermittelt).<sup>3</sup> Werte größer als 1 weisen darauf hin, dass die Händler mehr Kontrakte halten, als zur Absicherung von Marktrisiken erforderlich ist. Spekulationen könnten Preisschwankungen verstärken, indem sie die Preise weiter nach oben oder unten treiben; dies hängt davon ab, welche Handelsposition die Anleger halten. Der durchschnittliche Effekt spekulativer Aktivitäten in der Stichprobe wird im zweiten Teil dieses Kastens untersucht. Mit Blick auf die historische Entwicklung zeigte sich der Ölindex bis etwa Ende 2002 stabil und lag im Schnitt nahe 1. Der Index stieg dann bis etwa 2010 kontinuierlich an und verzeichnete im Jahr 2015 erneut ein Plus; dabei erreichte er einen Höchstwert von knapp 1,3. Seitdem ist er jedoch wieder gesunken (siehe Abbildung B, Grafik a).<sup>4</sup> Insgesamt scheint eine geringe Korrelation zwischen dem Spekulationsindex und den Notierungen für Öl zu bestehen.

**Die Spekulationsindizes für den Gasmarkt sind in den vergangenen Jahren sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa überwiegend stabil geblieben.** Da die Gasmärkte global weniger integriert sind als die Ölmärkte, wird hier genauer zwischen dem US-Markt und dem europäischen Markt unterschieden. Grundlage für die Vereinigten Staaten sind Daten der CFTC; für die Entwicklung in Europa werden Angaben der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) verwendet. Die Analyse legt nahe, dass spekulative Positionen, die über das Hedging hinausgehen, historisch gesehen in Europa höher sind als in den USA (siehe Abbildung B, Grafik b).<sup>5</sup> Eine Betrachtung des europäischen Spekulationsindex für Gas zeigt, dass dieser nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine anzog. Als die Gaspreise im Sommer 2022 abermals sprunghaft anstiegen, blieb er jedoch relativ konstant. Die Korrelation zwischen dem Spekulationsindex und dem Gaspreis scheint sich insgesamt in Grenzen zu halten, wobei sich die Datenreihen in den letzten Monaten voneinander abgekoppelt haben.

---

<sup>3</sup> Die meldepflichtigen Stellen kategorisieren Positionen als spekulativ oder als Hedging-Position, indem sie auf den zugrunde liegenden Kontrakt und die beteiligte Gegenpartei abstellen. Zu beachten ist, dass die Daten einigen Einschränkungen unterliegen. So klassifiziert etwa die CFTC Positionen nach der jeweiligen Meldestelle (Commercial oder Non-Commercial) und nicht nach Handelsaktivität (Spekulation oder Hedging). Siehe auch I. Vansteenkiste, a. a. O. Dort finden sich eine ähnliche Verwendung von CFTC-Daten und ähnliche Anwendungen des Working-T-Index.

<sup>4</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Spekulationsindex 2015 zwar anstieg, die Ölpreise jedoch sanken. Grund für den Preisrückgang war ein Überangebot an Öl, für das wiederum eine Phase mit niedriger Nachfrage bei einem gleichzeitigen Förderboom maßgeblich war. Dieser war seinerseits durch die hohe Schieferölproduktion in den USA und die Aufhebung der Exportquoten durch die OPEC bedingt. Siehe hierzu C. Baumeister und L. Kilian, Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us, Journal of Economic Perspectives, Bd. 30, Nr. 1, 2016, S. 139-160.

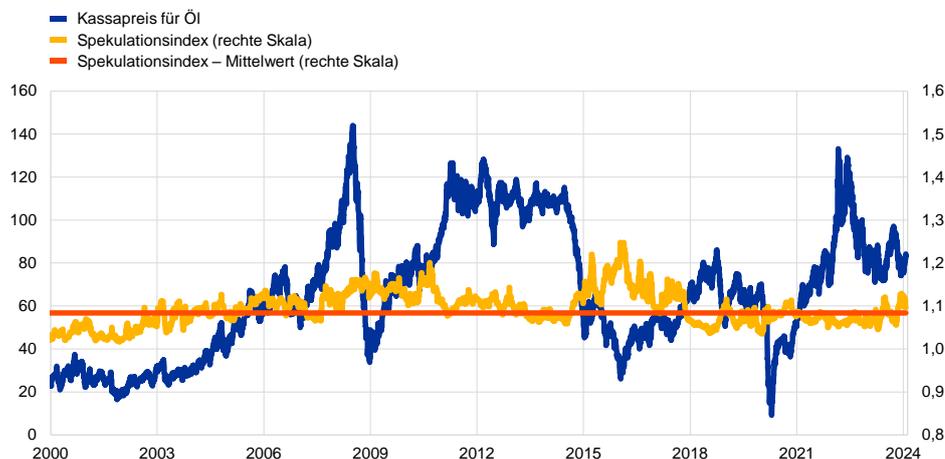
<sup>5</sup> Der durch die ESMA-Daten abgedeckte Zeitraum ist jedoch deutlich kürzer, da nur Daten für die Zeit nach 2018 vorliegen.

## Abbildung B

### Spekulationsindizes für die Öl- und Gasmärkte

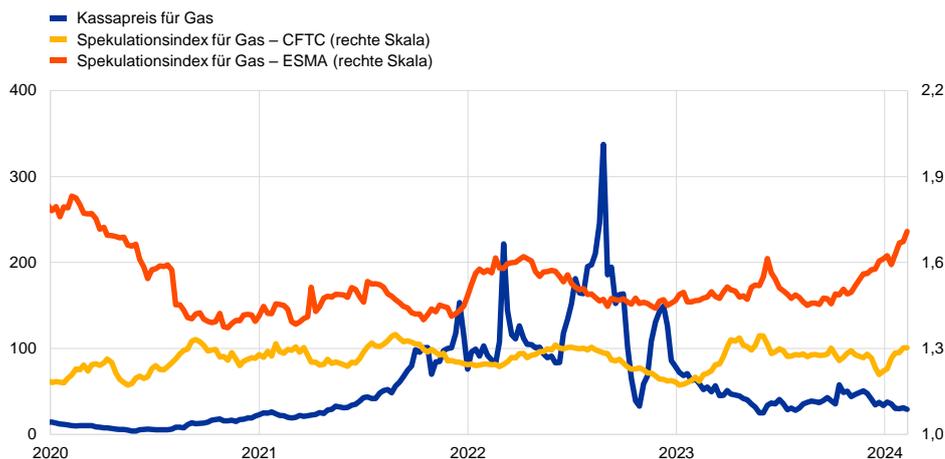
#### a) Öl: Kassapreis und Spekulationsindex auf Grundlage von CFTC-Daten

(linke Skala: USD/Barrel; rechte Skala: in %)



#### b) Gas: Kassapreis und Spekulationsindizes

(linke Skala: €/MWh; rechte Skala: in %)



Quellen: CFTC, ESMA, LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Untergrenze des Index ist 1. Größere Werte signalisieren, dass die Anzahl an offenen Non-Commercial-Positionen (d. h. spekulativen Handelspositionen) größer ist als die Zahl der Commercial-Positionen (d. h. der Handelspositionen für das Hedging). Wenn Positionen von Non-Commercial-Unternehmen diejenigen von Commercial-Unternehmen nicht nur ausgleichen, lässt das Ausmaß dieses Ungleichgewichts auf spekulative Positionen schließen, die über die für das Hedging notwendigen Summen hinausgehen. Der Mittelwert des Spekulationsindex wird anhand von Daten ab 1995 berechnet. Grafik b: Der CFTC-basierte Spekulationsindex für Gas greift auf Daten für die USA zurück, während der ESMA-basierte Spekulationsindex für Gas Spekulationen am europäischen Gasmarkt erfasst.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Februar 2024 (Grafik a; Tageswerte) bzw. den 9. Februar 2024 (Grafik b; wöchentliche Werte).

**Eine empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Ölpreisen und Spekulationen lässt nur wenige Nachweise dafür erkennen, dass sich Spekulationen auf die Übertragung fundamentaler Nachfrage- oder Angebotsschocks auf die Ölpreise auswirken.** Die empirische Untersuchung der Rolle von Spekulationen auf die Energiepreise konzentriert sich auf den Ölmarkt, da die Notierungen für Gas stärker durch regionale Faktoren bestimmt werden.<sup>6</sup> Der

<sup>6</sup> Der verwendete Ansatz orientiert sich an P. Altmeyer, L. Boneva, R. Kinston, S. Saha und E. Stoja, [Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks](#), Staff Working Papers der Bank of England, Nr. 1029, 2023.

Grundgedanke besteht darin, mithilfe eines Strukturmodells unerwartete und damit die Marktteilnehmer überraschende Ölpreisschwankungen (d. h. auf den Ölpreis wirkende Schocks) zu ermitteln. Dies kann zur Beurteilung beitragen, ob spekulative Positionen von Investoren die Entwicklung der Ölpreise bei Eintritt eines Schocks wesentlich beeinflussen. So könnten Anleger mit übermäßigen Risikopositionen in Bezug auf den Ölpreis ihr Portfolio anpassen, wenn es zu einem fundamentalen Schock kommt, der zu einem unerwarteten Anstieg der Ölnotierungen führt. Diese Portfolioumschichtungen würden die Auswirkungen des Schocks noch verstärken. Gleichzeitig könnten Investoren mit Positionen, die bei einer überraschenden Verteuerung von Öl Gewinne erzielen würden, ihre Positionen schließen, um diese Gewinne zu realisieren. Damit würden sie die Auswirkungen des fundamentalen Schocks dämpfen. Diese Hypothese kann durch eine Regression der Ölpreisänderungen auf fundamentale Schocks getestet werden. Konditionierender Faktor ist das Niveau der Anlegerpositionen an den Ölmärkten (siehe Abbildung C, Grafik a).<sup>7</sup> Empirische Schätzungen zeigen, dass die Ölpreise nicht wesentlich anders reagieren, wenn das Spekulationsniveau höher ist.<sup>8</sup> Bei den Kassapreisen für Rohöl nimmt die Elastizität gegenüber einem standardisierten Ölangebotsschock ausgehend von einem Wert von 1,6 (wenn das Niveau der spekulativen Kontrakte niedrig ist) auf rund 1,8 zu (wenn die Anleger umfangreiche Netto-Long-Positionen halten). Diese Schätzungen unterscheiden sich statistisch nicht voneinander, da sich die Konfidenzintervalle weitgehend überschneiden. Bei einer Betrachtung von Öl-Terminkontrakten sind die Unterschiede sogar noch geringer. In diesem Fall erzielen risikoscheue Anleger mit Long-Positionen nämlich einen Gewinn, weil sie zutreffenderweise mit höheren Ölpreisen gerechnet haben. Die Auflösung solcher Positionen mildert die Auswirkungen des fundamentalen Schocks auf die Ölpreise ab. Alles in allem zeigt die Untersuchung, dass Spekulationen dahingehend keine große Bedeutung haben, dass sie die Übertragung von fundamentalen Schocks auf die Kassa- und Terminpreise von Öl verstärken würden. Dies steht im Einklang mit den erwähnten wissenschaftlichen Erkenntnissen.

---

<sup>7</sup> Genauer gesagt erfolgt eine Regression der Ölpreise auf tägliche Angebotsschocks bei Öl, die mit dem Spekulationsindex für Öl oder dem Niveau der Non-Commercial-Positionen interagiert werden. Die täglichen Ölschocks wurden folgender Publikation entnommen: A. Gazzani, F. Venditti und G. Veronese, Oil price shocks in real-time, *Journal of Monetary Economics* (im Erscheinen).

<sup>8</sup> Die Ergebnisse bleiben auch unter Heranziehung des Working-T-Index bei der Interaktion mit dem negativen Angebotsschock robust.

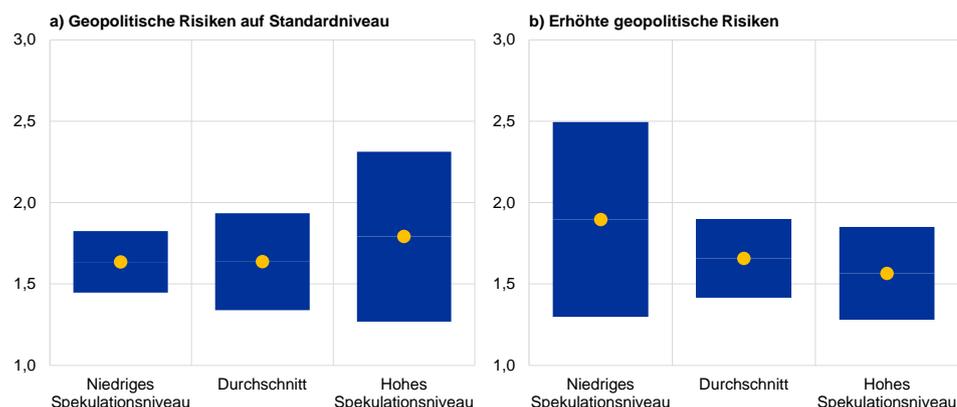
## Abbildung C

### Reaktion der Ölpreise auf Schocks beim Ölangebot, nach Niveau der spekulativen Positionen

#### Geschätzte Reaktion der Kassapreise für Öl

(in %)

- 25.-75. Perzentil
- Median



Quellen: LSEG, Caldara und Iacoviello<sup>1)</sup>, Gazzani et al.<sup>2)</sup> und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: In der Abbildung werden strukturelle Ölschocks verwendet, die von Gazzani et al. identifiziert wurden. Sie werden so normiert, dass sich die Ölpreise bei Schockeintritt erhöhen. Genauer gesagt führt ein negativer Angebotsschock zu einem Anstieg der Ölpreise um rund 1,2 % bei Eintritt des Schocks und um 1,8 % nach Ablauf einer Woche. Die Abbildung zeigt die prozentuale Veränderung des Ölpreises für denselben Schock, wenn die offenen Nettopositionen auf dem durchschnittlichen Niveau der Stichprobe (Durchschnitt), eine Standardabweichung unter dem Durchschnitt (niedriges Spekulationsniveau) oder eine Standardabweichung über dem Durchschnitt (hohes Spekulationsniveau) liegen. Der Stichprobenzeitraum erstreckt sich von 2008 bis 2022; die Daten sind wöchentliche Daten. Grafik b: In der Abbildung wird dieselbe Analyse nochmals durchgeführt, diesmal unter Zugrundelegung von Phasen hoher geopolitischer Unsicherheit. Definiert werden Phasen hoher Unsicherheit als Zeiträume, in denen der von Caldara und Iacoviello berechnete tägliche geopolitische Risikoindex seinen langfristigen Durchschnitt übersteigt. Der Stichprobenzeitraum erstreckt sich ebenfalls von 2008 bis 2022; die Daten sind wöchentliche Daten.

1) Siehe D. Caldara und M. Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, American Economic Review, Bd. 112, Nr. 4, 2022, S. 1194-1225.

2) Siehe A. Gazzani, F. Venditti und G. Veronese, Oil price shocks in real-time, Journal of Monetary Economics (im Erscheinen).

#### Ein weiteres Ergebnis der Untersuchung ist, dass Spekulationen auch in Phasen erhöhter geopolitischer Risiken die Übertragung fundamentaler Schocks nicht verstärken.

Geopolitische Spannungen können sich über zwei unterschiedliche, gegenläufige Kanäle auf die Ölpreise auswirken. Zum einen wirkt eine größere geopolitische Unsicherheit wie ein negativer weltweiter Nachfrageschock, denn sie lässt Zweifel an den wirtschaftlichen Aussichten aufkommen und strahlt auf den Konsum, die Investitionen und den Welthandel aus. Über diesen Kanal dämpft die geopolitische Unsicherheit letztlich die globale Ölnachfrage und die Ölpreise. Zum anderen könnten die geopolitischen Spannungen Risiken für das künftige Ölangebot bergen. So steigt der Barwert der gehaltenen Ölkontrakte – auch als Verfügbarkeitsprämie bezeichnet –, und es entsteht ein Aufwärtsdruck auf die Ölnotierungen. Diese beiden Kanäle haben mithin eine entgegengesetzte Wirkung auf die Ölpreise. Welcher Kanal vorherrscht, ist eine empirische Frage.<sup>9</sup> Um zu testen, ob Spekulationen bei Vorliegen geopolitischer Spannungen als Verstärker von Ölpreisschwankungen an Bedeutung gewinnen, wird die obige Analyse nochmals durchgeführt. Dabei liegt der Fokus aber auf Phasen erhöhter geopolitischer Spannungen (definiert als Zeiträume, in denen der von Caldara und Iacoviello erstellte geopolitische Risikoindex über seinem langfristigen Durchschnitt liegt). Den Ergebnissen zufolge bleibt die Elastizität gegenüber

<sup>9</sup> Siehe D. Caldara und M. Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, American Economic Review, Bd. 112, Nr. 4, 2022, S. 1194-1225.

Ölangebotsschocks im Großen und Ganzen stabil, da sich die Konfidenzintervalle zwischen Phasen mit niedrigem und mit hohem Spekulationsniveau komplett überschneiden (siehe Abbildung C, Grafik b). Diese Resultate deuten darauf hin, dass Spekulationen – gemessen am Niveau der Nettopositionen der Investoren an den Ölmärkten – auch in Zeiten erhöhter geopolitischer Spannungen dahingehend nur begrenzte Auswirkungen haben, dass sie die Preisreaktionen auf fundamentale Schocks verstärken würden.

Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora und Giovanni Stamato

**Zunehmende Handelsspannungen und eine Vielzahl politischer Bemühungen, nationale Sicherheitsinteressen in Handelsbeziehungen einfließen zu lassen, schüren verstärkt Bedenken über die möglichen Auswirkungen einer geökonomischen Fragmentierung.**<sup>1</sup> Seit der globalen Finanzkrise wächst der Handel langsamer als das BIP, wodurch eine Phase der Verlangsamung der globalen Integration („Slowbalisierung“) eingeläutet wurde (siehe Abbildung A, Grafik a).<sup>2</sup> Ursächlich für diese Entwicklung waren unter anderem ein geringerer Grenznutzen aus der Einbindung in globale Wertschöpfungsketten, eine strukturelle Nachfrageverschiebung vom verarbeitenden Gewerbe zu den Dienstleistungen sowie eine nachlassende politische Unterstützung des freien Handels.

Dementsprechend kam es in den vergangenen Jahren zu einem sprunghaften Anstieg der Handelsbeschränkungen.<sup>3</sup> Die Sorge um einen stabilen Handel und die nationale Sicherheit ist nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine gewachsen und hat zunehmend Diskussionen über die Notwendigkeit von protektionistischen Maßnahmen sowie Nearshoring oder Friendshoring ausgelöst. Einige neuere industriepolitische Maßnahmen sind darauf ausgerichtet, Anreize für inländische Hersteller (insbesondere in den technologisch innovativen Sektoren) zu schaffen, die sich potenziell nachteilig auf ausländische Hersteller auswirken. Gleichzeitig veranschaulichen modellbasierte Analysen, dass Beschränkungen im Handel mit Vorleistungsgütern zwischen Ländern rivalisierender geopolitischer Blöcke beträchtliche volkswirtschaftliche Kosten verursachen könnten, die sich aus einem rückläufigen Handel, einem geringeren Wohlstand sowie höheren Preisen ergeben.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe beispielsweise S. Aiyar, J. Chen, C. H. Ebeke, R. Garcia-Saltos, T. Gudmundsson, A. Ilyina und J. P. Trevino, [Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#), Staff Discussion Notes des IWF, Nr. 2023/001, 2023.

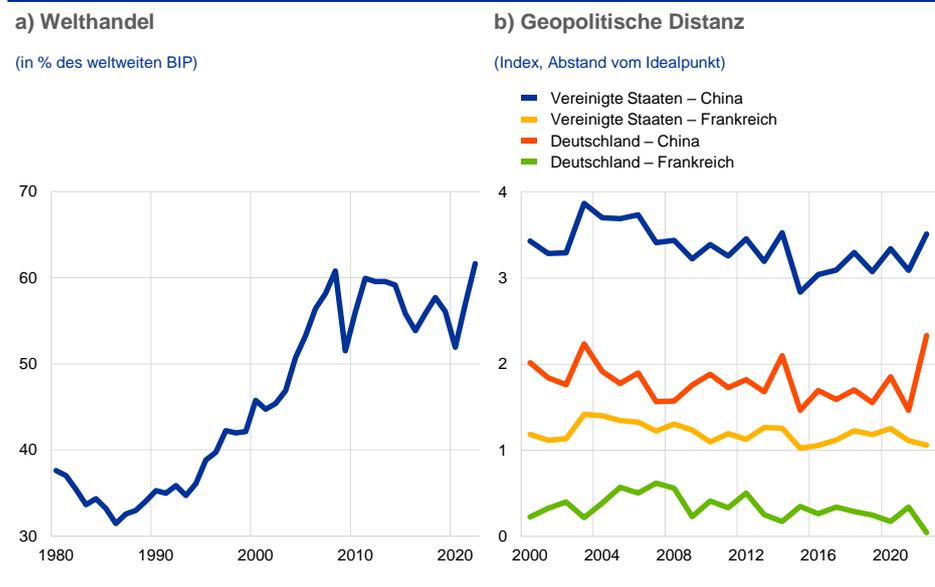
<sup>2</sup> Siehe P. Antràs, [De-globalisation? Global Value Chains in the Post-Covid-19 Age](#), in: ECB Forum on central banking, Central Banks in a Shifting World, Conference Proceedings, 2021.

<sup>3</sup> Siehe Internationale Handelskammer, [ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#), 2023.

<sup>4</sup> Siehe M. G. Attinasi, L. Boeckelmann und B. Meunier, [The economic costs of supply chain decoupling](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2389, 2023.

## Abbildung A

Entwicklung des Welthandels und der geopolitischen Distanz zwischen ausgewählten Länderpaaren



Quellen: World Development Indicators der Weltbank und Bailey et al. (2017).  
Anmerkung: Grafik a: Der Handel wird gemessen als Summe der Importe und Exporte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2022. Grafik b: Der Abstand vom Idealpunkt bemisst das beobachtbare Verhalten von Ländern in außenpolitischen Angelegenheiten, beispielsweise anhand ihres Abstimmungsverhaltens in der Generalversammlung der Vereinten Nationen. Je höher der Wert, umso größer die geopolitische Distanz. Siehe Bailey et al. (2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2022.

**Bislang gibt es nur begrenzte empirische Belege dafür, dass sich geopolitische Bedenken bereits jetzt erheblich auf die Handelsstrukturen auswirken. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welchen Einfluss geopolitische Spannungen im vergangenen Jahrzehnt auf den internationalen Handel hatten.** Anhand eines strukturellen Gravitationsmodells werden die Effekte der geopolitischen Distanz auf die internationalen Handelsstrukturen untersucht. Gravitationsmodellen des Handels liegt die Annahme zugrunde, dass die Handelsintensität zwischen zwei Ländern von deren wirtschaftlichem Gewicht sowie vom Ausmaß ihrer Handelsfraktionen bestimmt wird. Letztere können sowohl eine Funktion von tarifären als auch von nichttarifären Handelshemmnissen sein.<sup>5</sup> In der Regel werden nichttarifäre Handelshemmnisse näherungsweise anhand der geografischen Entfernung zwischen den betreffenden Ländern sowie anderer Faktoren bestimmt, die den Handel zwischen Ländern fördern oder behindern könnten (beispielsweise eine gemeinsame Sprache oder bestehende Handelsabkommen). Zusätzlich zu diesen in der Wirtschaftsliteratur gängigen nichttarifären Variablen wird in der vorliegenden Analyse eine Näherungsgröße für den Einfluss der Geopolitik eingeführt. Der Fokus der Analyse liegt dabei auf gewerblichen Erzeugnissen. Energieerzeugnisse und der Dienstleistungsverkehr bleiben unberücksichtigt.

**Ein gängiges Gravitationsmodell des Welthandels wird um eine Messgröße der geopolitischen Distanz ergänzt.** Diese Variable ist im Zeitverlauf und für verschiedene Länderpaare verfügbar und bemisst die Diskrepanz zwischen der

<sup>5</sup> Siehe J. E. Anderson und E. Van Wincoop, [Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle](#), *American Economic Review*, Bd. 93(1), S. 170-192, 2003.

Außenpolitik der einzelnen Länder auf Basis ihres Abstimmungsverhaltens in der Generalversammlung der Vereinten Nationen. Dabei wird das beobachtete Abstimmungsverhalten der Länder in eine Messgröße der bilateralen geopolitischen Distanz umgewandelt, die die durchschnittliche Uneinigkeit der verschiedenen Länderpaare in der Generalversammlung der Vereinten Nationen widerspiegelt.<sup>6</sup> Abbildung A, Grafik b veranschaulicht die Entwicklung der geopolitischen Distanz zwischen vier Länderpaaren im Zeitverlauf, und zwar zwischen den Vereinigten Staaten und China, den Vereinigten Staaten und Frankreich, Deutschland und China sowie Deutschland und Frankreich. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Distanz der Vereinigten Staaten und Deutschlands zu China durchweg größer ist und in den vergangenen Jahren noch zugenommen hat.

**Es zeigt sich, dass die globalen Handelsströme immer stärker von der geopolitischen Distanz beeinflusst werden** (siehe Abbildung B, Grafik a). Die geschätzte Elastizität des Handels gegenüber der geopolitischen Distanz ist seit 2018 – also in etwa zu der Zeit, als sich der Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China verschärfte – negativ und signifikant.<sup>7</sup> Die Auswirkungen der geopolitischen Distanz sind wirtschaftlich signifikant: Beispielsweise verringert ein Anstieg der geopolitischen Distanz um 10 % die bilateralen Handelsströme um etwa 2 %, was rund einem Zehntel des Handelseffekts eines Freihandelsabkommens entspricht. Dieses Ergebnis ist nicht ausschließlich durch die US-amerikanischen Handelsstrukturen bedingt, denn auch ohne die Vereinigten Staaten bleiben die Schätzungen aus der Stichprobe signifikant (siehe Abbildung B, Grafik b).

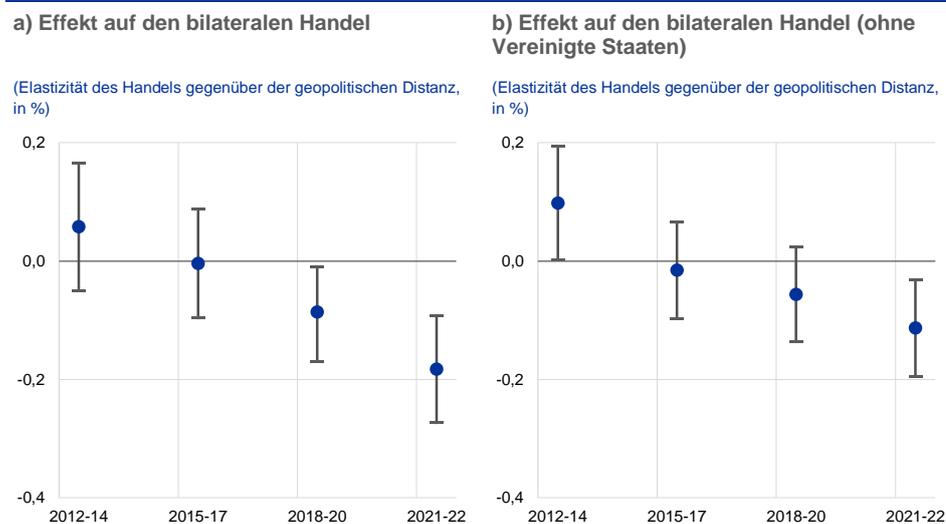
---

<sup>6</sup> Siehe M. A. Bailey, A. Strezhnev und E. Voeten, [Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data](#), Journal of Conflict Resolution, Bd. 61(2), S. 430-456, 2017.

<sup>7</sup> Diese Ergebnisse erweisen sich gegenüber allen globalen Schocks, wie etwa der Corona-Pandemie, als robust, da zeitvariable Grenzeffekte der Handelskosten berücksichtigt wurden. Die Grenzeffekte tragen allen globalen nicht beobachtbaren Einflüssen Rechnung, die den Welthandel im Vergleich zum Binnenhandel beeinflussen; siehe C. Beverelli, A. Keck, M. Larch und Y. V. Yotov, [Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade](#), Oxford Economic Papers, 2023.

## Abbildung B

### Zeitvariabler Effekt der geopolitischen Distanz auf bilaterale Handelsströme



Quellen: Trade Data Monitor (TDM), IWF, Bailey et al. (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Punkte stellen die Koeffizienten der geopolitischen Distanz dar, die mit einer zeitlichen Dummy-Variablen unter Verwendung der Dreijahresdurchschnitte der Daten interagiert werden. Als Grundlage dient ein Gravitationsmodell, das für 67 Länder für den Zeitraum von 2012 bis 2022 geschätzt wird. Die geopolitische Distanz wird anhand des logarithmierten Abstands vom Idealpunkt gemäß Bailey et al. (2017) bemessen. Die Antennen markieren Konfidenzintervalle von 95 %. Bei der abhängigen Variable handelt es sich um den nominalen Handel mit gewerblichen Erzeugnissen (ohne Energie). Zur Schätzung wird der Pseudo-Maximum-Likelihood-Schätzer (PPML) nach Poisson verwendet. Die Schätzung berücksichtigt bilaterale zeitvariable Kontrollen, fixe Jahreseffekte für Exporteure und Importeure sowie fixe Effekte für Länderpaare. Die Standardfehler werden nach Länderpaaren und Jahr zusammengefasst. Die Schätzungen in Grafik b basieren auf einer Stichprobe von 66 Ländern, da die Vereinigten Staaten unberücksichtigt bleiben.

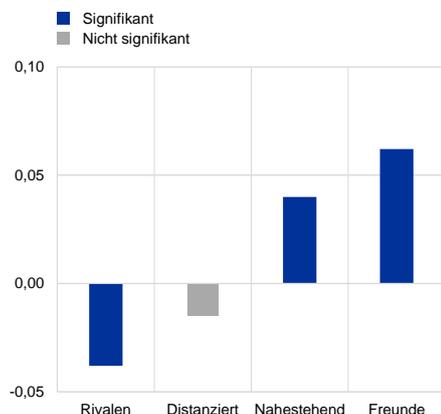
**Geopolitische Entwicklungen haben offenbar unterschiedliche Auswirkungen auf die Handelsstrukturen.** Um die Heterogenität der geopolitischen Auswirkungen zu verstehen, werden die bilateralen Handelsströme auf vier Dummy-Variablen regressiert. Diese bestimmen die vier Quartile der Verteilung der geopolitischen Distanz zwischen Länderpaaren. Um darüber hinaus den Effekt zunehmender geopolitischer Spannungen im Zeitverlauf zu erfassen, werden die Dummy-Variablen für jedes Quartil mit einer zeitlichen Dummy-Variablen interagiert, die für den Zeitraum nach 2017 dem Wert 1 entspricht. Ab dieser Zeit haben geopolitische Entwicklungen den Handel unter „Freunden“ (erstes Quartil) gefördert, wohingegen sie den Handel unter „Rivalen“ (viertes Quartil) beeinträchtigt haben (siehe Abbildung C, Grafik a). Der Handel unter „Rivalen“ fiel etwa 4 % niedriger aus, als es ohne die Verschärfung der geopolitischen Spannungen nach 2017 der Fall gewesen wäre. Der Handel unter „Freunden“ erhöhte sich hingegen um etwa 6 %. Geopolitische Entwicklungen verringern also den Handel zwischen geopolitisch distanzierten Ländern, können aber gleichzeitig die Handelsbeziehungen zwischen sich geopolitisch nahestehenden Ländern stärken.

## Abbildung C

### Effekt der geopolitischen Distanz auf Ländergruppen und EU-Importe

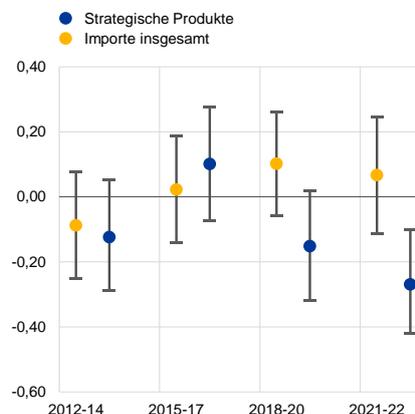
#### a) Effekt auf Ländergruppen seit 2017

(Semi-Elastizität des Handels gegenüber einzelnen Ländergruppen)



#### b) Effekt auf EU-Importe

(Elastizität des Handels gegenüber der geopolitischen Distanz)



Quellen: TDM, IWF, Bailey et al. (2017), Egger und Larch (2008), WITS, Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Ergebnisse basieren auf einem strukturellen Gravitationsmodell, das für 67 Länder anhand von Jahreswerten für die Jahre 2012 bis 2022 geschätzt wurde. Einzelheiten zur Schätzung finden sich in Abbildung B. Grafik a: Die Effekte auf die jeweilige Gruppe werden anhand einer Dummy-Variablen für die Quartile der Verteilung der geopolitischen Distanz zwischen den Länderpaaren ermittelt. Die Dummy-Variablen nimmt beim Handel zwischen Länderpaaren, die seit 2017 zum selben Quartil gehören, den Wert 1 an. Eine Semi-Elastizität  $\beta$  entspricht der prozentualen Veränderung von  $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$ . Grafik b: Die Punkte stellen die Koeffizienten der geopolitischen Distanz dar, die unter Verwendung von Dreijahresdurchschnitten der Daten mit einer zeitlichen Dummy-Variablen und einer Dummy-Variablen für EU-Importe interagiert werden. Die gelben Punkte stellen Schätzungen auf Basis des bilateralen Handels als abhängiger Variable dar. Die blauen Punkte stellen die Schätzungen auf Basis des bilateralen Handels mit strategischen Produkten (gemäß Definition der Europäischen Kommission) dar. Die Antennen markieren Konfidenzintervalle von 95 %.

#### Bei den aggregierten EU-Importen gibt es nur begrenzt Hinweise auf einen deutlichen Trend zugunsten von Nearshoring oder Friendshoring.

Innerhalb desselben Gravitationsmodells werden die Auswirkungen, die sich für die EU aus zeitvariablen Effekten der geopolitischen Distanz ergeben, durch Interaktion der geopolitischen Distanz mit einer Dummy-Variablen für EU-Importe isoliert. Durch eine Kontrollvariable wird den Effekten Rechnung getragen, die sich aus den Handelsverflechtungen zwischen den einzelnen EU-Ländern ergeben. Es zeigt sich, dass die EU-Importe von gewerblichen Erzeugnissen nicht wesentlich durch geopolitische Entwicklungen beeinflusst werden (siehe Abbildung C, Grafik b). Dieses Ergebnis erweist sich gegenüber alternativen Spezifikationen als robust. Darin dürfte sich widerspiegeln, dass die EU in hohem Maße in globale Lieferketten eingebunden ist, dass die Produktionsstrukturen zumindest kurzfristig kaum auf Preisänderungen reagieren und dass solche Rigiditäten zunehmen, wenn Länder stark in globalen Lieferketten eingebunden sind.<sup>8</sup>

#### Gleichwohl gibt es Belege dafür, dass in der EU in strategischen Sektoren Risiken abgebaut werden.

Strategische Güter (z. B. Militärausrüstung, Rohstoffe, Batterien, Waren aus dem Bereich der Hochtechnologie und der Medizin) stellen etwa 9 % der gesamten EU-Einfuhren aus Drittländern dar. Sie sind für bestimmte Bereiche ausgesprochen relevant, etwa für den Sicherheitssektor, das Gesundheitswesen oder den ökologischen und digitalen Wandel. Wird der Handel mit strategischen Produkten (gemäß Definition der Europäischen Kommission) als

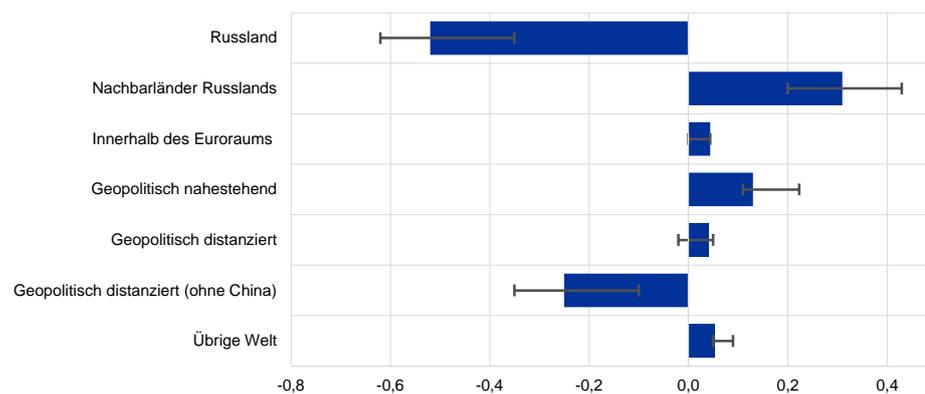
<sup>8</sup> Siehe beispielsweise T. Bayoumi, J. Barkema und D. Cerdeiro, [The Inflexible Structure of Global Supply Chains](#), Working Paper des IWF, Nr. 2019/193, 2019.

abhängige Variable verwendet, verringert die geopolitische Distanz die EU-Importe deutlich (siehe Abbildung C, Grafik b). Empirische Belege lassen darauf schließen, dass sich die EU selektiv abkoppelt, indem sie in strategischen Sektoren ihre Abhängigkeit von geopolitisch distanzierteren Lieferanten reduziert.

**Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat die Verlagerung der Ausfuhren des Euroraums in geopolitisch nahestehende Länder beschleunigt.** Aus einer Ereignisanalyse geht hervor, dass sich die Ausfuhren des Euroraums nach Russland durch den russischen Angriff auf die Ukraine um mehr als die Hälfte verringert haben (siehe Abbildung D). Unterdessen nahmen die Handelsströme in die Nachbarländer Russlands zu, was auf eine mögliche Neuordnung der Lieferketten schließen lässt. Der Handel des Euroraums mit geopolitisch nahestehenden Ländern dürfte sich infolge des Krieges um etwa 13 % erhöht haben, verglichen mit einem kontrafaktischen Szenario ohne Krieg. Die wichtigste Rolle spielte hierbei der zunehmende Handel mit den Vereinigten Staaten. Gleichzeitig gibt es gewisse Anzeichen für ein Nearshoring, denn der Handel innerhalb des Eurogebiets ist als Reaktion auf die Invasion Russlands in der Ukraine im Vergleich zum kontrafaktischen Szenario um schätzungsweise rund 4 % gestiegen. Für eine Neuausrichtung des Handels zulasten Chinas gibt es indes keine Anzeichen. Dies dürfte auf die Marktmacht Chinas in einer Reihe von Schlüsselindustrien zurückzuführen sein. Betrachtet man allerdings die Gruppe der geopolitisch distanzierteren Länder ohne China, so sind die Effekte des russischen Einmarschs in die Ukraine auf die Exporte des Euroraums hochsignifikant und negativ.

**Abbildung D**  
Effekt des russischen Einmarschs in die Ukraine auf die Exporte des Euroraums

(Semi-Elastizität)



Quellen: TDM, IWF, Vereinte Nationen, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Geschätzte Koeffizienten eines Gravitationsmodells, Quartalswerte für 2012 bis 2022. Die Stichprobe umfasst 67 Exporteure und 118 Importeure. Die Effekte auf die Exporte des Euroraums werden mittels einer Dummy-Variablen für die Zeit nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine ermittelt. Die Handelspartner sind wie folgt unterteilt: Russland; Russlands Nachbarländer Armenien, Kasachstan, Kirgisistan und Georgien; geopolitisch nahestehende, distanzierte und neutrale Länder je nachdem, ob sie bei den UN-Resolutionen vom 7. April und 11. Oktober 2022 für oder gegen Russland stimmten oder sich enthielten. Daneben wird auch der Handel innerhalb des Euroraums aufgezeigt. Zur Schätzung wird der Pseudo-Maximum-Likelihood-Schätzer (PPML) nach Poisson verwendet. Die Schätzung berücksichtigt bilaterale zeitvariable Kontrollen sowie fixe zeitliche und sonstige fixe Effekte für Exporteure und Importeure. Die Standardfehler werden nach Länderpaaren und Zeit zusammengefasst. Die Balken markieren die durchschnittlichen Effekte signifikanter Koeffizienten. Die Antennen stellen die geschätzten minimalen und maximalen Koeffizienten über mehrere Robustheitsanalysen hinweg dar.

### 3 Wie haben die privaten Haushalte in Anbetracht der hohen Inflation ihr Konsum- und Sparverhalten angepasst?

Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis und Omiros Kouvas

**Angesichts einer Reihe von Schocks in den vergangenen Jahren haben die privaten Haushalte ihr Konsum- und Sparverhalten über unterschiedliche Margen angepasst.** Die in den letzten Jahren verzeichnete hohe Inflation war auf eine Kombination verschiedener Faktoren zurückzuführen, wie etwa die Lieferengpässe, die durch die Pandemie ausgelöst worden waren, oder den Preisschub bei Energie, der nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine eingetreten war. Der Inflationsschock wirkte sich auf das Verhalten und die Ausgaben der Verbraucher aus. Im Allgemeinen setzen Verbraucher unterschiedliche Strategien ein, um höhere Preise abzufangen: Sie passen ihren Konsum an, reduzieren ihre Ersparnisse und/oder erhöhen ihr Einkommen. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die privaten Haushalte über diese Anpassungsmargen auf die jüngste Inflationsentwicklung reagiert haben. Diese Analyse erfolgt anhand der aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen gewonnenen Ergebnisse.

**Die Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass die Strategie der Verbraucher hauptsächlich darin bestand, den Konsum anzupassen** (siehe Abbildung A).<sup>1</sup> In der Umfrage wurden die Teilnehmer darum gebeten anzugeben, mit welchen Maßnahmen sie in den vergangenen zwölf Monaten auf die Inflationsentwicklung reagiert haben. Neben der Reduzierung des Konsums waren dies die Aufnahme von Krediten, der Rückgriff auf Ersparnisse, eine Erhöhung der Arbeitszeit, die Aufnahme einer zusätzlichen Beschäftigung oder die Forderung einer Lohn- oder Gehaltserhöhung. In der Umfrage vom Januar 2024 gaben die meisten Befragten (69 %) an, ihren Konsum angepasst zu haben, aber auch Anpassungen der Ersparnisse/Kreditaufnahme (43 %) und des Einkommens (31 %) waren beachtlich.<sup>2</sup> In erster Linie reagierten sie auf Preiserhöhungen mit einer Suche nach günstigen Angeboten (50 %), gefolgt von einem Umstieg auf weniger hochwertige

---

<sup>1</sup> Dass Verbraucher ihr Konsumverhalten als Reaktion auf große Schocks anpassen, ist gut dokumentiert. Siehe beispielsweise EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2020; EZB, [Inflationsmessung in wirtschaftlich angespannten Zeiten](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2020; EZB, [HVPI-Gewichte im Jahr 2021 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsmessung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2021. Anpassungen beim Konsumverhalten können eine Anpassung des Gesamtkonsums umfassen, aber auch eine Anpassung der Zusammensetzung. So können Verbraucher a) von einem bestimmten Produkt und/oder einer bestimmten Marke abkehren, b) nach günstigeren Preisen und Angeboten suchen und/oder c) auf andere günstigere Produktvarianten umsteigen.

<sup>2</sup> Die Prozentangaben beziehen sich auf einen Durchschnittswert, da die Antworten nach Haushalten mit Budgetrestriktionen – definiert als Haushalte mit einem hohen Anteil an Ausgaben für Bedarfsgüter gemessen an ihrem Einkommen – und Haushalten ohne Budgetrestriktionen unterteilt werden.

Produktvarianten (33 %) und einer Reduzierung der gekauften Mengen (28 %).<sup>3</sup> Während 35 % angaben, dass sie ihre Ersparnisse verringert hätten, um die Konsumausgaben zu tragen, berichteten mit Blick auf das Einkommen rund 15 %, dass sie eine Lohn- oder Gehaltserhöhung ausgehandelt hätten, und 17 %, dass sie ihre Arbeitszeit erhöht oder eine zusätzliche Beschäftigung aufgenommen hätten. Die Wahrscheinlichkeit, dass private Haushalte mit Budgetrestriktionen – also Haushalte mit einem hohen Anteil an Ausgaben für Bedarfsgüter gemessen an ihrem Einkommen – ihr Konsum- und Sparverhalten angepasst haben, war im Vergleich zu privaten Haushalten ohne Budgetrestriktionen größer (siehe Abbildung A).<sup>4</sup> Bei den Maßnahmen zur Einkommensanpassung war der Anteil in beiden Gruppen indes ähnlich hoch.<sup>5</sup> Im Vergleich zur Umfrage vom August 2023, als die Frage zu den angesichts der Inflationsentwicklung ergriffenen Maßnahmen zuletzt gestellt wurde, war über alle Margen hinweg ein Anstieg bei den Antworten zu verzeichnen. Am stärksten fiel dieser Anstieg mit einem Plus von 9 Prozentpunkten bei den Konsummöglichkeiten aus. Bei den Ersparnissen und den Einkommensstrategien belief sich die Zunahme auf jeweils 7 Prozentpunkte.

---

<sup>3</sup> Google-Suchanfragen bestätigen diese Ergebnisse und legen nahe, dass Verbraucher seit Mitte 2022 aktiv nach kostengünstigeren Optionen im Handel suchen und ein größeres Interesse an Angeboten zeigen, vor allem bei Nahrungsmitteln (zu erkennen etwa an der Häufigkeit von Suchen nach Begriffen wie „Angebote für Nahrungsmittel“, „Speisekarten mit Preisen“, „Rabatte bei Nahrungsmitteln“).

<sup>4</sup> Privathaushalte verfolgen je nach Warenkorb, Einkommen und Bilanzmerkmalen unterschiedliche Strategien, um sich an Inflationsschocks anzupassen. Eine aktuelle Analyse der Auswirkungen des Energiepreisschocks auf Basis von Modellen mit heterogenen Akteuren findet sich in: A. Auclert, H. Monnerie, M. Rognlie und L. Straub, [Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy](#), mimeo, 2023.

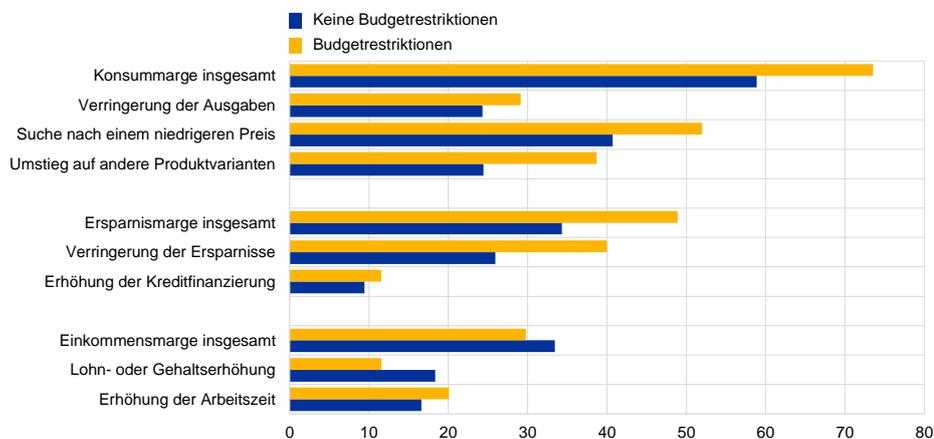
<sup>5</sup> Erklären lässt sich dies möglicherweise durch eine umgekehrte Kausalität: Gelingt es privaten Haushalten, ihr Einkommen zu erhöhen, unterliegen sie keinen Budgetrestriktionen mehr, da das Einkommen in diesem Fall der konditionierende Faktor bei der Bestimmung der Gruppen und der Anpassungsmarge ist.

## Abbildung A

### Antworten in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für alle Margen

Antworten in der Umfrage vom Januar 2024 (in Bezug auf die vergangenen zwölf Monate)

(in %)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Frage in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen lautet wie folgt: „Bei der nächsten Frage geht es um Ihre Erwartungen zur allgemeinen Preisentwicklung in den vergangenen zwölf Monaten. Welche der folgenden Maßnahmen haben Sie in den vergangenen zwölf Monaten angesichts der Preisentwicklung ergriffen? Bitte wählen Sie alle zutreffenden Optionen aus.“

1. Vorziehen größerer Anschaffungen von Gebrauchsgütern. 2. Verringerung der üblicherweise getätigten Ausgaben und Erhöhung der Einsparungen. 3. Aktivere Suche nach dem besten Preis für dasselbe Produkt oder dieselbe Dienstleistung. 4. Substitution von Waren und Dienstleistungen durch kostengünstigere Alternativen. 5. Verringerung der regelmäßigen Ersparnisbildung bzw. (vollständige oder teilweise) Auflösung von Ersparnissen zur Finanzierung der Ausgaben. 6. Erhöhung der Kreditfinanzierung zur Finanzierung der Ausgaben (z. B. Erhöhung des Kreditkartenlimits oder anderer Konsumentenkredite). 7. Lohn- oder Gehaltserhöhung vom aktuellen Arbeitgeber oder Wechsel zu einer Stelle mit besserer Bezahlung. 8. Einkommenssteigerung auf sonstige Weise (z. B. Aufnahme einer zweiten Beschäftigung, Erhöhung der beim aktuellen Arbeitgeber geleisteten Arbeitsstunden). 9. Keine der genannten Maßnahmen.“

**Aus der Zusammensetzung der privaten Konsumausgaben lässt sich ablesen, dass es bei den Ausgabenkategorien mit größeren relativen Preisänderungen zu stärkeren Anpassungen kam.** Grafik a in Abbildung B zeigt die

Zusammensetzung des Warenkorbs im Jahr 2023 im Vergleich zum Jahr 2021.

Gemessen am Anteil an den Gesamtausgaben wurden die Kategorien, die größere relative Preissteigerungen verzeichneten, in den vergangenen beiden Jahren stärker angepasst. Auch die Fachliteratur besagt, dass Produkte, die relativ gesehen teurer werden, von den Haushalten durch andere Produkte ersetzt werden.<sup>6</sup> Insbesondere der Konsum von Gütern wie Nahrungsmitteln und Ausrüstungen wurde infolge der größeren Preissteigerungen erheblich reduziert. Diese quantitativen Belege stehen mit den qualitativen Antworten in Abbildung A im Einklang. Daneben haben sich aber auch weitere Schocks auf das Konsumverhalten der privaten Haushalte ausgewirkt. So war die anhaltende Ausweitung der Dienstleistungen im Freizeitbereich wie etwa in der Gastronomie und im Bereich Freizeit und Reisen (siehe Abbildung B, Grafik b) darauf zurückzuführen, dass sich die Präferenzen nach der Aufhebung der pandemiebedingten Kontaktbeschränkungen verschoben. Dadurch stieg der Anteil dieser Kategorien an den Gesamtausgaben von 7,4 % im Jahr 2021 auf 12,9 % im Jahr 2023. Anfang 2022 war überdies der Anteil des Bereichs Verkehr

<sup>6</sup> Siehe D. Argente und M. Lee, [Cost of living inequality during the Great Recession](#), Journal of the European Economic Association, Bd. 19, Nr. 2, 2021, S. 913-952; EZB, [Lebensmittelpreise im Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse der Untersuchung disaggregierter Preisdaten](#), Wirtschaftsbericht 1/2015.

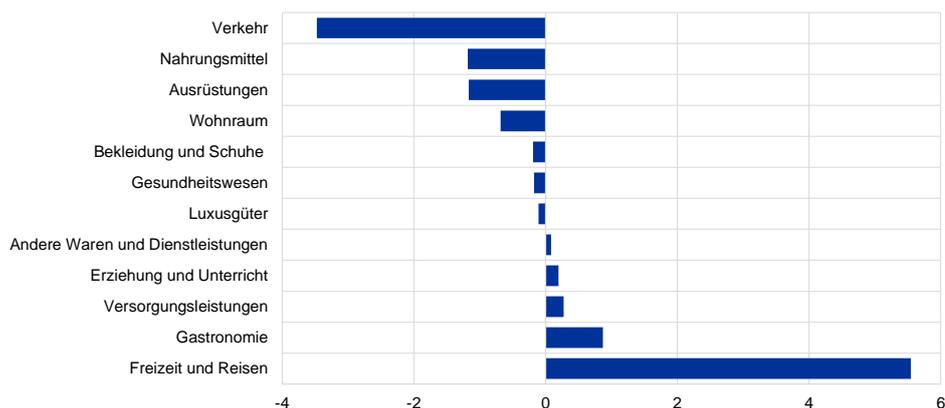
(einschließlich des Kaufes von Fahrzeugen) aufgrund von Lieferengpässen bei Halbleitern rückläufig, erholte sich bis zu einem gewissen Grad 2023 jedoch wieder.

### Abbildung B

#### Anpassung des Warenkorbs und Aufschlüsselung des Konsums nach Ausgabenkategorien

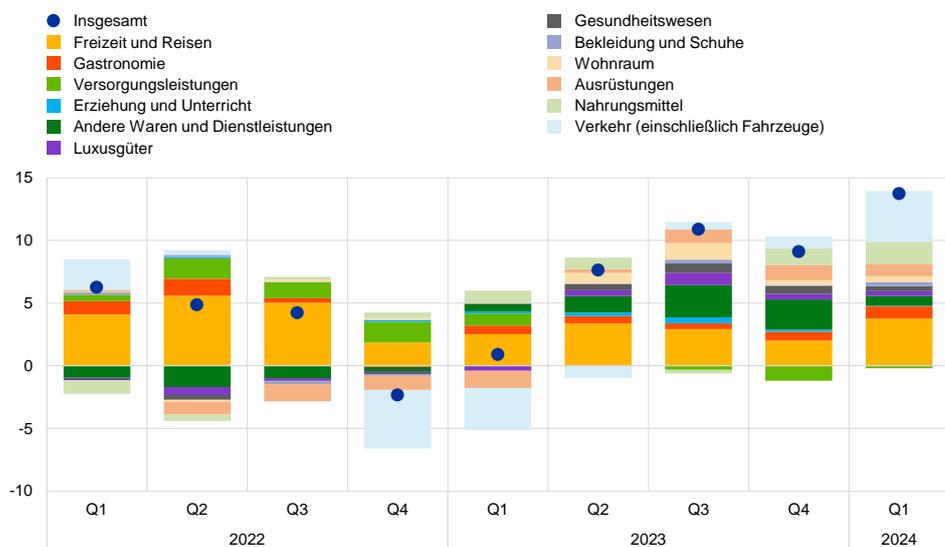
##### a) Relative Ausgabenänderungen 2023 gegenüber 2021

(Anteil an den Gesamtausgaben in %)



##### b) Nominaler Konsum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die relativen Ausgabenänderungen für jede Ausgabenkategorie (Verkehr, Nahrungsmittel, Ausrüstungen, Wohnraum, Bekleidung und Schuhe, Gesundheitswesen, Luxusgüter, andere Waren und Dienstleistungen, Erziehung und Unterricht, Versorgungsleistungen, Gastronomie und Freizeit und Reisen) für 2023. Die Stichprobe umfasst 11 Länder des Euroraums: Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. In Grafik b ist die Aufschlüsselung des Konsums auf Basis von Nominalwerten dargestellt, wobei die Jahreswachstumsraten auf Grundlage des Anteils der einzelnen Positionen an den gesamten nominalen Konsumausgaben reskaliert wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2023 (Grafik a) bzw. das erste Quartal 2024 (Grafik b).

**Mit Blick auf die Ersparnismarge deutet die Evidenz auf einen Rückgang der Sparquote in den letzten beiden Jahren hin.** Kombiniert man die in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen enthaltenen Informationen zu Konsum und Einkommen, lassen sich Sparquoten auf Ebene der privaten Haushalte sowie vierteljährliche Aggregate zeitnah berechnen. Die in der Umfrage beobachteten

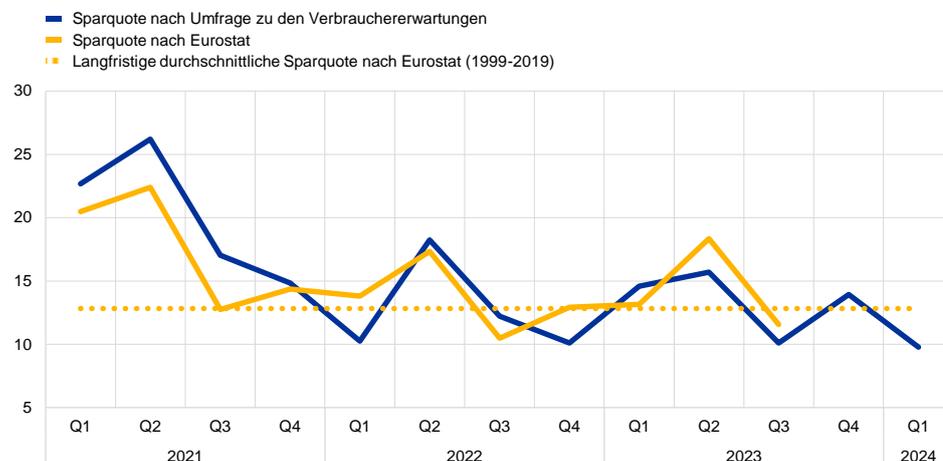
Veränderungen der aggregierten Sparquote (gemessen am Nettoeinkommen) weisen einen engen Gleichlauf mit den Veränderungen der (nicht saisonbereinigten) aggregierten Sparquote gemäß der von Eurostat veröffentlichten vierteljährlichen Sektorkonten auf (siehe Abbildung C, Grafik a). Der Rückgang der Sparquote war in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen 2022 und 2023 etwas stärker als in den vierteljährlichen Sektorkonten. Ungeachtet dessen näherte sich die Sparquote nach Eurostat im dritten Quartal 2023 ihrem langfristigen Durchschnitt an.

**Eine Aufschlüsselung der Sparquote zeigt, dass der Rückgang in erster Linie auf höhere Ausgaben bei Freizeit und Reisen und nicht bei Bedarfsgütern zurückzuführen war.** Mithilfe von Mikrodaten aus der Umfrage kann die Veränderung der Sparquote in den letzten zwei Jahren detailliert nach Einkommens- und Konsumkategorien der verschiedenen Einkommensgruppen aufgeschlüsselt werden. So ist der jüngste Rückgang der Sparquote vor allem auf eine verstärkte Präferenz für Freizeit- und Reiseausgaben nach der Pandemie zurückzuführen, wobei insbesondere Haushalte mit höherem Einkommen hierfür mehr Geld ausgaben (siehe Abbildung C, Grafik b). Auch höhere Ausgaben für Gebrauchsgüter trugen – wenngleich in geringerem Maße – zum Rückgang der Sparquote 2023 bei. Hier waren es vor allem Haushalte mit niedrigerem Einkommen, die nach der Normalisierung der Produktionsengpässe ihre Ausgaben erhöhten. Im Gegensatz dazu übten Ausgaben für lebensnotwendige Güter (darunter Wohnraum, Nahrungsmittel und Energie) 2022 und 2023 einen relativ moderaten Abwärtsdruck auf die Ersparnisse der privaten Haushalte aus, obwohl die Preissteigerungen in diesem Bereich erheblich waren. Darin spiegelt sich eine Reduzierung der Quantität wie auch der Qualität beim Erwerb dieser Güter wider, was sich mit dem veränderten Ausgabenverhalten der Haushalte deckt.

## Abbildung C Sparquote im Euroraum

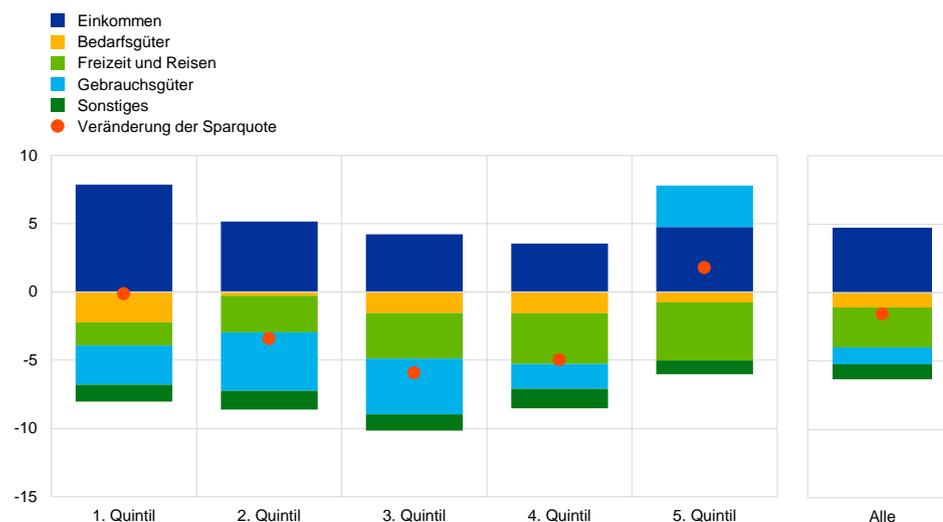
### a) Sparquote der privaten Haushalte

(in % des Einkommens)



### b) Aufschlüsselung der Veränderung der Sparquote 2023 gegenüber 2022 nach Einkommensquintilen und Art des Konsums in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: In Grafik a wird die Sparquote gemäß der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen als Verhältnis der Ersparnis zum Nettoeinkommen der privaten Haushalte definiert. Die Berechnung der Ersparnis erfolgt anhand des Nettoeinkommens der privaten Haushalte abzüglich der Konsumausgaben. Die Sparquote nach Eurostat bezeichnet das Verhältnis der Bruttoersparnis zum verfügbaren Bruttoeinkommen der privaten Haushalte. Die gepunktete Linie bezieht sich auf den langfristigen Durchschnitt im Zeitraum 1999-2019. Die Zeitreihen sind allesamt nicht saisonbereinigt. In Grafik b sind die Aufschlüsselung der Sparquote nach Einkommensquintilen für 2023 (links) und die Aufschlüsselung der aggregierten Sparquote für 2023 (rechts) dargestellt. Die Stichprobe für die Angaben aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen umfasst 11 Länder des Euroraums: Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen in Grafik a), das dritte Quartal 2023 (vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat in Grafik a) bzw. 2023 (Grafik b).

**Mit Blick auf die Einkommensmarge gab mehr als die Hälfte der Befragten an, dass das nominale Einkommen 2023 weniger stark gestiegen sei als die Inflation.** Qualitative Belege aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen weisen darauf hin, dass die meisten Verbraucher (54 %) angaben, ihr Einkommen sei langsamer als die Inflation gestiegen, 21 % berichteten, ihr Einkommen sei rascher als die Inflation gestiegen, und 25 % gaben an, ihr Einkommen sei

gesunken.<sup>7</sup> Laut den quantitativen Belegen aus der Aufschlüsselung der Sparquote glich der höhere Beitrag des Einkommens 2023 den Anstieg der Ausgaben weitgehend aus (siehe Abbildung C, Grafik b). Allerdings erfolgen Einkommensanpassungen in der Regel als letzte Maßnahme, da sie von den privaten Haushalten weniger stark direkt kontrolliert werden können. Die Verteilung zeigt, dass die größten Einkommenszuwächse den Angaben zufolge in den niedrigeren Einkommensquintilen verzeichnet wurden, was sich mit der in den letzten beiden Jahren beobachteten Erhöhung des Mindestlohns in den Ländern des Euroraums deckt.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Grundlagenbeitrag zur Messung der Einkommen der privaten Haushalte](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2023.

<sup>8</sup> Siehe auch EZB, [Mindestlöhne und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2022.

## Bestimmungsfaktoren der Teuerung bei Nahrungsmitteln im Euroraum in den vergangenen zwei Jahren

Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes und Ieva Rubene

**Die Teuerungsrate für Nahrungsmittel trug maßgeblich zum starken Anstieg der Gesamtinflation im Euroraum im Jahr 2022 bei. Auch an dem sich anschließenden Disinflationprozess im Zuge der Verbilligung von Nahrungsmitteln hatte sie einen wesentlichen Anteil.** Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln erreichte im März 2023 mit rund 15 % einen historischen Höchststand. Lediglich die Teuerungsrate für Energie, die zuvor sprunghaft angestiegen war, lag auf einem noch höheren Niveau (siehe Abbildung A). Seitdem hat sich der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln abgeschwächt, und zwar auf 5,7 % im Januar 2024. Damit liegt er aber immer noch über dem vor der Pandemie verzeichneten langfristigen Durchschnitt von 2,1 %.<sup>1</sup> Nahrungsmittel machen rund 20 % der Ausgaben aus, die im Warenkorb für den gesamten Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) erfasst sind. Zudem stellen sie im Wesentlichen Bedarfsgüter dar. Somit hatte der sprunghafte Anstieg der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel Auswirkungen auf die Kaufkraft der privaten Haushalte, wobei einkommensschwächere Gruppen besonders stark belastet wurden. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise analysiert.

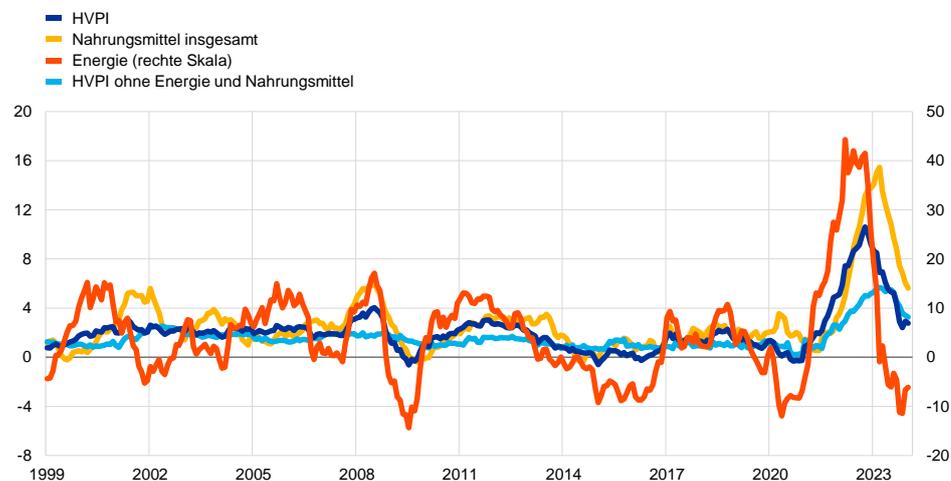
---

<sup>1</sup> Frühere Höchststände der jährlichen Teuerungsrate für Nahrungsmittel waren auf gesundheitliche Bedenken in Verbindung mit Tierkrankheiten (5,6 % Anfang 2002) sowie auf einen Anstieg der globalen Preise für Nahrungsmittelrohstoffe und Düngemittel (6,1 % im Jahr 2008) zurückzuführen. Eine Analyse der Entwicklung der Nahrungsmittelpreise während der Corona-Pandemie findet sich in: EZB, [Jüngste Entwicklung der Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2020; EZB, [Sprunghafter Anstieg des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln im Euro-Währungsgebiet und Auswirkungen des Russland-Ukraine-Kriegs](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2022.

## Abbildung A

### Entwicklung der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024.

#### **Der starke Anstieg der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel von Mitte 2021 bis Anfang 2023 war bei beiden Hauptkomponenten – den verarbeiteten und den unverarbeiteten Nahrungsmitteln – zu beobachten.**

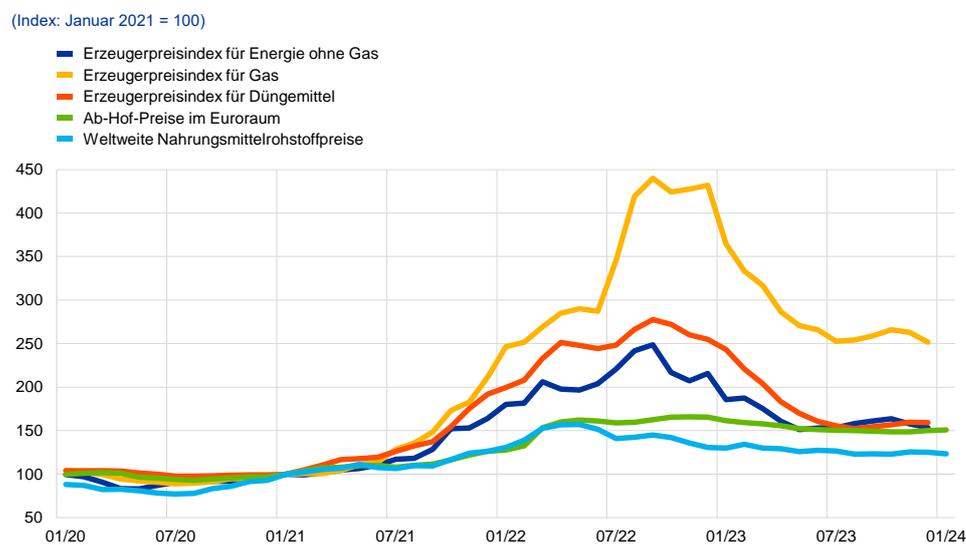
Verarbeitete Nahrungsmittel haben mit 75 % den größten Anteil an den Konsumausgaben für Nahrungsmittel, der Rest entfällt auf unverarbeitete Nahrungsmittel. Den Input-Output-Tabellen von Eurostat zufolge sind die Kostenstrukturen bei den verarbeiteten und den unverarbeiteten Nahrungsmitteln weitgehend ähnlich, doch es gibt einige wichtige Unterschiede. Bei der Produktion verarbeiteter Nahrungsmittel macht der direkte Energieeinsatz rund 2 % der nicht arbeitsbezogenen Einsatzfaktoren aus, bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln sind es dagegen rund 7 %. Zugleich ist (im Gegensatz zu Öl) der Anteil an Gas und Strom als Energieeinsatz bei der Produktion von verarbeiteten Nahrungsmitteln mit etwa 80 % höher als bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln, bei denen der entsprechende Anteil etwa 50 % beträgt. Darüber hinaus ist der Inputfaktor Düngemittel bei der Herstellung unverarbeiteter Nahrungsmittel fast ebenso wichtig wie der Faktor Energie. Überdies werden die Preise unverarbeiteter Nahrungsmittel in der Regel stärker durch saisonale Faktoren beeinflusst, beispielsweise durch ungünstige Witterungsbedingungen. Und schließlich machen bei beiden Komponenten die Vorleistungen für Nahrungsmittel einen großen Teil der nicht arbeitsbezogenen Inputkosten aus (rund 40 % bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln und 50 % bei verarbeiteten Nahrungsmitteln). Somit können Veränderungen der Nahrungsmittelpreise erhebliche intrasektorale Übertragungseffekte haben.

#### **In den Jahren 2021 und 2022 war der Anstieg der Nahrungsmittelpreise auf der Verbraucherstufe in erster Linie auf die ungewöhnlich starke Zunahme der Energiekosten zurückzuführen.**

Im Verlauf des Jahres 2021 zogen die Ölpreise deutlich an, da sich die Weltwirtschaft langsam von den Auswirkungen der Corona-Pandemie erholte, während das Ölangebot knapp war. Darüber hinaus kam es im Sommer 2021 aufgrund einer Kombination von Angebots- und Nachfragefaktoren zu

einem drastischen Anstieg der europäischen Großhandelspreise für Gas. Verschärft wurden diese Entwicklungen Anfang 2022 durch den Einmarsch Russlands in die Ukraine.<sup>2</sup> Dieser Preisschub bei Energierohstoffen führte in der Folge zu einer erheblichen Zunahme der Erzeugerpreise für Energie und der Düngemittelpreise, die eng mit dem Gaspreis verknüpft sind (siehe Abbildung B). Historisch betrachtet war diese Zunahme der Erzeugerpreise für Energie außergewöhnlich hoch. Insbesondere bei Gas und Strom war ein erheblicher Preisauftrieb zu beobachten. Die Großhandelspreise für Gas kletterten im September 2022 auf einen Höchststand, der 440 % über dem Niveau vom Dezember 2020 lag. Den Input-Output-Tabellen von Eurostat für 2019 zufolge machen Energiekosten schätzungsweise rund 3 % der gesamten nicht arbeitsbezogenen Inputkosten im Nahrungsmittelsektor aus. Dieser Anteil mag klein erscheinen, doch das schiere Ausmaß des Energiepreisschocks implizierte eine beträchtliche Zunahme der gesamten Produktionskosten. Als die Erzeugerpreise für Energie (die vor allem Strom, Gas und Klimatisierung umfassen) ihren Höchststand erreicht hatten, lagen sie fast 280 % über ihrem Niveau vom Dezember 2020. Aus einem derartigen Anstieg ergäbe sich eine Erhöhung der gesamten nicht arbeitsbezogenen Inputkosten des Nahrungsmittelsektors um rund 9 % (nur aufgrund des Kostenschocks bei diesen spezifischen Inputfaktoren).

**Abbildung B**  
 Entwicklung der wichtigsten Inputkosten für die Nahrungsmittelpreise auf der Verbraucherstufe



Quellen: Eurostat, Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut (HWWI), EZB und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Erzeugerpreisindizes beziehen sich auf den Euroraum; die weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreise sind in Euro angegeben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023 (Erzeugerpreisindizes) bzw. Januar 2024 (Ab-Hof-Preise im Euroraum und weltweite Nahrungsmittelrohstoffpreise).

**Einen erheblichen Anteil an dieser Entwicklung hatten auch der Anstieg der weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreise und der Ab-Hof-Preise im Euroraum. Verantwortlich hierfür waren zum Teil die indirekten Effekte der höheren**

<sup>2</sup> Eine detailliertere Analyse der Entwicklung der Energiepreise im Zeitraum 2021-2022 findet sich in: EZB, [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), Wirtschaftsbericht 4/2022.

**globalen Energiepreise, aber auch andere Faktoren.**<sup>3</sup> Nachdem die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe (vor allem für Mais, Weizen und Sojabohnen) zu Beginn der Pandemie auf ein niedriges Niveau gesunken waren, erholten sie sich im zweiten Halbjahr 2020 allmählich und tendierten im Verlauf des Jahres 2021 weiter deutlich nach oben. Ursächlich hierfür waren eine wieder stärkere Nachfrage nach Futtermitteln in China, Angebotsengpässe, die zum Teil durch die Witterungsbedingungen in Südamerika bedingt waren, sowie steigende Energiekosten.<sup>4</sup> Weizen verteuerte sich erheblich. Dies war vor allem nach dem Ausbruch des russischen Krieges gegen die Ukraine der Fall, der weltweit Befürchtungen hinsichtlich der Getreideexporte aus diesen beiden Ländern auslöste. Infolgedessen zogen die Ab-Hof-Preise im Euroraum deutlich an, was auch durch die Entwicklung der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe und die gestiegenen Kosten für Energie und Düngemittel bedingt war. Am stärksten war der Preiszuwachs bei Cerealien, der hauptsächlich auf höhere Weizenpreise zurückzuführen war, gefolgt von der Verteuerung von Fleisch und Milchprodukten, denn Mais ist ein wichtiges Futtermittel für Nutztiere. Diese Erhöhung der Ab-Hof-Preise im Euroraum trug zum Anstieg der Erzeugerpreise im Nahrungsmittelsektor bei, der sich ohnehin mit gestiegenen direkten Energiekosten der Produktion konfrontiert sah. Als die Energiepreise und die weltweiten Preise für Nahrungsmittelrohstoffe Mitte 2022 wieder nachgaben, ließ auch der Druck auf die Inputpreise nach. Die Ab-Hof-Preise im Euroraum verharrten dennoch auf ihrem erhöhten Niveau, was teilweise auf dauerhaft höhere Fleischpreise, aber auch auf andere Binnenfaktoren zurückzuführen sein könnte.<sup>5</sup> Ungünstige globale und lokale Wetterereignisse, die aufgrund des Klimawandels immer häufiger auftreten, übten einen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreise und die Ab-Hof-Preise im Euroraum aus. Dieser Aufwärtsdruck wurde zum Teil an die Verbraucherpreise weitergegeben.<sup>6</sup> Insgesamt zogen die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel auf breiter Basis über viele verschiedene Positionen hinweg an. Am stärksten war der Anstieg jedoch bei denjenigen Indexpositionen, bei denen Nahrungsmittelrohstoffe als Input eine

<sup>3</sup> Der wichtigste Unterschied zwischen den weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreisen und den Ab-Hof-Preisen im Euroraum besteht darin, dass die globalen Nahrungsmittelrohstoffe an den weltweiten Finanzmärkten gehandelt werden, wohingegen es sich bei Letzteren um die Preise handelt, die den Landwirten im Euroraum „am Hof“ gezahlt werden (d. h., wenn die Produkte den landwirtschaftlichen Betrieb verlassen). Die Ab-Hof-Preise werden von den EU-Mitgliedstaaten an die Generaldirektion Landwirtschaft und ländliche Entwicklung der Europäischen Kommission gemeldet und von der EZB für den Euroraum aggregiert.

<sup>4</sup> Siehe Weltbankgruppe, [Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand](#), Oktober 2021. Lizenz: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

<sup>5</sup> Die Preise für Schweine-, Rind- und Kalbfleisch waren aufgrund des rückläufigen inländischen Angebots weiterhin erhöht.

<sup>6</sup> Die Auswirkungen von Extremwetterereignissen könnten sich teilweise in den Nahrungsmittelrohstoffpreisen niederschlagen, vor allem dann, wenn es sich um Ereignisse handelt, die außerhalb Europas stattfinden. Beispielsweise gibt es Belege dafür, dass der El Niño von 2023-2024 (ein natürliches Klimaphänomen, das zu extremen Wetterlagen führen kann) die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe beeinflusst (siehe EZB, [Risiken für die globalen Nahrungsmittelrohstoffpreise durch El Niño](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2023). Allerdings können auch Extremwetterereignisse in Europa direkte Auswirkungen auf die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel haben, insbesondere bei Produkten, für die es keinen globalen Markt gibt. Dies könnte beispielsweise bei den Preisen für frisches Obst oder Gemüse der Fall sein. So wird geschätzt, dass die extreme Hitze, die im Sommer 2022 in Europa herrschte, die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel im Euroraum binnen Jahresfrist um etwa 0,8 Prozentpunkte steigen ließ (siehe F. Kuik, W. Modery, C. Nickel und M. Parker, [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#), *Der EZB-Blog*, 12. Dezember 2023). Weitere Belege finden sich in: EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 1/2024.

größere Rolle spielen und für deren Produktion ein hoher Energieaufwand erforderlich ist.

**Modellergebnisse bestätigen die wichtige Rolle der Energiekosten und in geringerem Maße auch der Nahrungsmittelrohstoffe** (siehe Abbildung C). Ein bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR-Modell) zeigt, dass die Abweichung der Teuerungsrate für Nahrungsmittel von ihrem längerfristigen Durchschnitt in den vergangenen beiden Jahren vor allem auf die höheren Energiekosten zurückzuführen war. Auch die globalen Nahrungsmittelrohstoffpreise (in Euro) und die Ab-Hof-Preise im Euroraum waren wichtige Bestimmungsfaktoren.<sup>7</sup> Im Modell wird der Einfluss der Ab-Hof-Preise im Euroraum nach Berücksichtigung der Auswirkungen der Erzeugerpreise für Energie dargestellt. Außerdem bilden die Auswirkungen der Erzeugerpreise im Nahrungsmittelsektor des Euroraums den Beitrag dieses Sektors zu den Verbraucherpreisen ab, nachdem der Einfluss der Energiepreise, der globalen Nahrungsmittelrohstoffpreise und der Ab-Hof-Preise berücksichtigt wurde. Das heißt, dass der in Abbildung C dargestellte Beitrag der Erzeugerpreise im Nahrungsmittelsektor Faktoren widerspiegelt, die auf die Produktionskomponente der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel zurückzuführen sind, die nicht mit den Preisen für Energie und Nahrungsmittelrohstoffe zusammenhängen. Betrachtet man diesen Beitrag in Verbindung mit dem verbleibenden unerklärten Beitrag im Modell, so ist ein erheblicher Teil des starken Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln nach wie vor nicht erklärbar.<sup>8</sup> Dies könnte durch Merkmale bedingt sein, die aufgrund eines Mangels an geeigneten Daten nicht explizit in dem Modell abgebildet sind, beispielsweise inländische Faktoren wie Löhne und Gewinne. Diese Faktoren sind sowohl für die Produktions- als auch für die Vertriebs- und Einzelhandelskomponente der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel relevant. Das Modell erfasst möglicherweise auch nicht die nichtlinearen Auswirkungen der sprunghaft gestiegenen Energiekosten auf die Nahrungsmittelpreise.

---

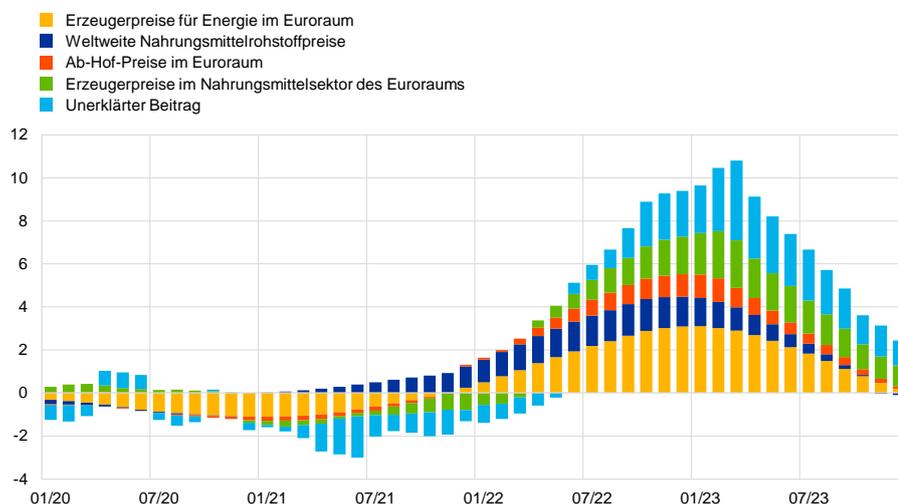
<sup>7</sup> Der Beitrag der weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreise könnte jedoch teilweise auch auf die höheren globalen Energiepreise zurückzuführen sein. Da zudem die weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreise im Rahmen der Modellanalyse in Euro angegeben sind, könnte der sich aus dem Modell ergebende Beitrag auch die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen widerspiegeln.

<sup>8</sup> Selbst nach Berücksichtigung einer höheren Zahl identifizierter Schocks (einschließlich der Schocks durch die Preisentwicklung bei Energie- und Nahrungsmittelrohstoffen) kommt eine aktuelle Studie ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die deutliche Verteuerung der Nahrungsmittel zum Großteil nicht erklärbar ist (siehe M. Bańbura, E. Bobeica und C. M. Hernández, [What drives core inflation? The role of supply shocks](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2875, 2023).

## Abbildung C

### Modellbasierte Einschätzung der Bestimmungsfaktoren der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel im Euroraum

(Beitrag zur Abweichung vom langfristigen Durchschnitt in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine BVAR-basierte Zerlegung der Bestimmungsfaktoren für die Abweichung der Teuerung bei Nahrungsmitteln im Euroraum von ihrem langfristigen Durchschnitt (und von der Anfangsbedingung) unter Verwendung der BEAR-Toolbox der EZB. Die Energiekosten werden näherungsweise anhand des Erzeugerpreisindex für den Energiesektor des Euroraums bestimmt. Die weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreise (in Euro) stammen vom HWWI; die Ab-Hof-Preise im Euroraum stammen von der EZB, basierend auf Daten der Europäischen Kommission. Die Identifizierung der Bestimmungsfaktoren erfolgt anhand der Cholesky-Zerlegung gemäß G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez und L. Onorante, Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy, International Journal of Central Banking, Bd. 8, 2012, S. 179-218, wo die folgende Reihenfolge von Innovationen festgelegt ist: weltweite Nahrungsmittelrohstoffpreise, Erzeugerpreise für Energie im Euroraum, Ab-Hof-Preise im Euroraum, Erzeugerpreise im Nahrungsmittelsektor, Verbraucherpreise. Diese Reihenfolge deckt sich mit der Annahme zur Wertschöpfungskette. Untersucht wurde der Zeitraum von Dezember 1996 bis Dezember 2023.

### Der Anstieg der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel wird zunehmend durch inländische Faktoren wie die Lohn- und Gewinnentwicklung bestimmt. Die

modellbasierte Zerlegung legt den Schluss nahe, dass energie- und nahrungsmittelbezogene Inputpreise die Zunahme und das anschließende hohe Niveau des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln auf der Verbraucherstufe ab etwa der zweiten Jahreshälfte 2022 nicht vollständig erklären können (siehe „unerklärter Beitrag“ in Abbildung C). Wie bereits erwähnt, ist eine wahrscheinliche Erklärung der Beitrag inländischer Faktoren. So stiegen die Löhne in den Sektoren Landwirtschaft und Nahrungsmittelherstellung 2022 als Ausgleich für die realen Einkommensverluste der Beschäftigten um 6,2 % bzw. 3,5 % gegenüber dem Vorjahr. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2023 folgten weitere Erhöhungen um gut 5 % in beiden Sektoren (siehe Abbildung D).<sup>9</sup> Im Sektor Verkehr und Lagerei, einer wichtigen Komponente des Nahrungsmittel Einzelhandels, wuchsen die Löhne 2022 um 4,3 % und in den ersten drei Quartalen 2023 um 6,3 %. Damit lag der – zum Teil durch höhere Mindestlöhne bedingte – Lohnzuwachs in diesen Sektoren leicht über dem gesamtwirtschaftlichen Lohnwachstum.<sup>10</sup> Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigen, dass die Stückgewinne in der

<sup>9</sup> Dem steht ein durchschnittlicher jährlicher Anstieg der Löhne und Gehälter für die Sektoren Landwirtschaft und Nahrungsmittelherstellung um 1,6 % bzw. 1,9 % im Zeitraum von 2009 bis 2019 gegenüber. Die Berechnungen basieren auf Daten von Eurostat.

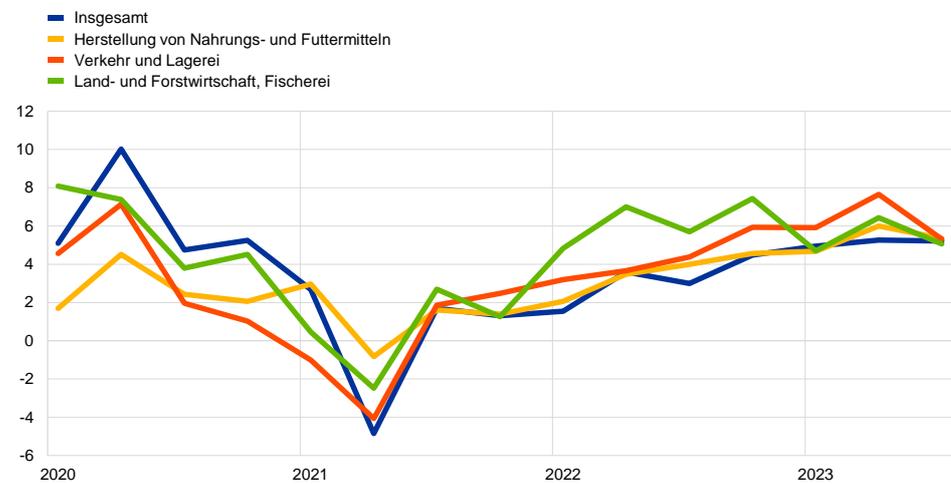
<sup>10</sup> Die Mindestlöhne wurden 2022 und insbesondere 2023 in vielen Ländern des Euroraums angehoben und trugen zum allgemeinen Lohnwachstum bei. Siehe EZB, [Mindestlöhne und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2022.

Landwirtschaft stark zulegen. Gewinndaten für die Sektoren Nahrungsmittelherstellung und Nahrungsmittel Einzelhandel sind dagegen kaum verfügbar. Die verkauften Mengen (gemessen am deflationierten Index des Einzelhandelsumsatzes für Nahrungsmittel und Getränke) gingen zwar in der Zeit der hohen Teuerungsraten leicht zurück, lagen jedoch zum Jahresende 2023 nur 1 % unter dem Niveau von 2019. Das Preisniveau war dagegen im Schnitt um 26 % höher als 2019. Dies könnte auf eine zögerliche Reaktion der Nachfrage auf Preisveränderungen im Nahrungsmittelsektor hindeuten.

### Abbildung D

#### Lohnentwicklung in ausgewählten, für die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel relevanten Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023. Die Daten für die Sektoren „Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln“ sowie „Verkehr und Lagerei“ beziehen sich auf die Bruttolöhne und -gehälter je geleistete Arbeitsstunde (auf Basis der Konjunkturstatistiken von Eurostat), während sich die Daten für die Gesamtwirtschaft sowie für den Sektor „Land- und Forstwirtschaft, Fischerei“ auf das Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde beziehen (auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen).

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der starke Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln im Euroraum zunächst auf die hohen Energie- und Nahrungsmittelrohstoffpreise zurückzuführen war und dass zuletzt inländische Faktoren für das weiterhin erhöhte Niveau der Nahrungsmittelpreise ausschlaggebend waren.**

Die außergewöhnlichen und vor allem von außenwirtschaftlichen Faktoren getriebenen Schocks bei den Energie- und Nahrungsmittelrohstoffpreisen schwächen sich ab. Dies dürfte dazu beitragen, dass sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln im Verlauf dieses Jahres verlangsamt. Allerdings dürfte sich diese Entwicklung angesichts des kräftigen Lohnwachstums, das vor allem durch die Anhebung der Mindestlöhne bedingt ist, nur schrittweise vollziehen.

## 5 Genauigkeit der jüngsten Projektionen von Fachleuten des Eurosystems bzw. der EZB zur kurzfristigen Inflationsentwicklung – ein Update

Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández und Adrian Page

**In den letzten Jahren gestalteten sich Inflationsprognosen extrem schwierig, da die Wirtschaft des Euroraums großen Schocks ausgesetzt war.** Die außerordentliche Abfolge von Schocks nach 2019 – darunter die Corona-Pandemie und Russlands Krieg gegen die Ukraine – führte zu einem sprunghaften Anstieg der Teuerungsrate. Diese Schocks waren außergewöhnlich in ihrer Art und so weitreichend, dass ihr Durchwirken auf die Wirtschaft und auf die Verbraucherpreise nur sehr schwer in Echtzeit zu beurteilen war. Einige der Schocks lagen außerhalb der historischen Verteilungen, sodass eine Extrapolation aus früheren Verlaufsmustern mit großen Einschränkungen verbunden war. Um die bestehende Unsicherheit besser abzubilden, begannen die Fachleute des Eurosystems und der EZB in diesem Zeitraum, alternative Szenarios zu verwenden.<sup>1</sup>

**Ab dem zweiten Halbjahr 2021 erhöhten sich die Fehler bei den Projektionen zur kurzfristigen Inflationsentwicklung, während sie 2023 wieder deutlich zurückgingen.** In einer 2022 veröffentlichten Analyse untersuchte die EZB, weshalb sich die Prognosegüte der Inflationsprojektionen ab Mitte 2021 verschlechtert hatte.<sup>2</sup> Eine weitere Analyse aus dem Jahr 2023 befasste sich mit den Auswirkungen des Ukraine-Krieges und der daraus resultierenden Energieangebotsschocks auf die Genauigkeit der Projektionen von 2022.<sup>3</sup> Eine wichtige Erkenntnis aus diesen beiden Analysen war, dass die Inflationsprojektionen unabhängig davon, von wem sie erstellt wurden und welche Volkswirtschaft sie betrafen, große und weitreichende Fehler aufwiesen. Dies verdeutlichte den starken Einfluss globaler Faktoren im Zusammenhang mit dem beispiellosen Preisschub bei Rohstoffen (insbesondere bei Energie). Im Jahresverlauf 2022 verringerte sich jedoch der (mit dem gängigen Instrumentarium des Eurosystems bzw. der EZB berechnete) Anteil der gesamten Projektionsfehler, der auf die Energierohstoffpreise oder andere konditionierende Annahmen zurückzuführen war. Hierdurch traten andere außergewöhnliche Schocks

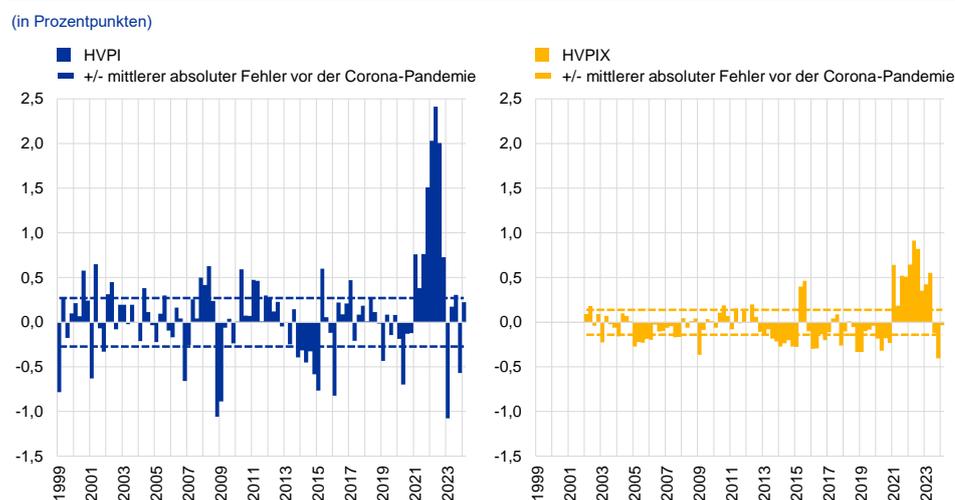
<sup>1</sup> In den Jahren 2020 und 2021 enthielten die vierteljährlichen Projektionen Szenarioanalysen, die auf alternativen Annahmen zum weiteren Verlauf der Corona-Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Folgen beruhten. Im Jahr 2022 befassten sich die alternativen Szenarios mit den wirtschaftlichen Folgen des Krieges in der Ukraine. Ein besonderer Schwerpunkt lag dabei auf den Unsicherheiten in Bezug auf die Energieversorgung. Seit einiger Zeit stehen nun konkretere Risiken wie eine Wachstumsverlangsamung in China oder eine mögliche Eskalation des Konflikts im Roten Meer im Mittelpunkt der Szenarioanalyse.

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2022. Siehe auch EZB, [Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB seit der Finanzkrise](#), Wirtschaftsbericht 8/2019. Darüber hinaus ist über das Data Portal der EZB eine öffentliche [Datenbank](#) (Englisch) mit sämtlichen in der Vergangenheit erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB verfügbar. Auch Forschende können somit ohne Weiteres die Prognosegüte der Projektionen bewerten. Die Prozesse und Instrumente für die Erstellung der Projektionen sind in einem [Leitfaden](#) (Englisch) beschrieben, der ebenfalls auf der Website der EZB abrufbar ist.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Aktualisierte Bewertung der kurzfristigen Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2023.

stärker in den Vordergrund, die sich zum Beispiel aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie sowie den Engpässen in den globalen Lieferketten ergaben. Diese wirkten sich in erster Linie auf die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX-Inflation) aus. Im vorliegenden Kasten werden die genannten Analysen unter Berücksichtigung des unmittelbar zurückliegenden Zeitraums aktualisiert. Abbildung A zeigt die Projektionsfehler bei der HVPI- und der HVPIX-Teuerung auf Sicht von einem Quartal, berechnet als Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert für ein bestimmtes Quartal und dem entsprechenden projizierten Wert. Für den Zeitraum von Mitte 2021 bis Anfang 2023 ist eine deutliche Verschlechterung der Prognosegüte erkennbar. Seitdem ist die Genauigkeit der von den Fachleuten erstellten Projektionen im Großen und Ganzen wieder auf das Vorpandemieniveau zurückgekehrt; dies gilt insbesondere für die HVPI-Teuerungsrate.<sup>4</sup> Bei der HVPIX-Inflation waren die Fehler 2023 zwar geringer, doch im historischen Vergleich immer noch etwas erhöht. Anhand der verfügbaren Daten für Januar und Februar 2024 und unter der Annahme, dass die Inflation im März unverändert bleibt, ergibt sich ein Projektionsfehler von -0,2 Prozentpunkten für die HVPI-Inflation im ersten Quartal 2024. Bei der HVPIX-Teuerungsrate hingegen steht der tatsächliche Wert im Einklang mit den Projektionen des Eurosystems bzw. der EZB.

**Abbildung A**  
 Projektionsfehler bei der von Fachleuten des Eurosystems/der EZB projizierten Inflation auf Sicht von einem Quartal



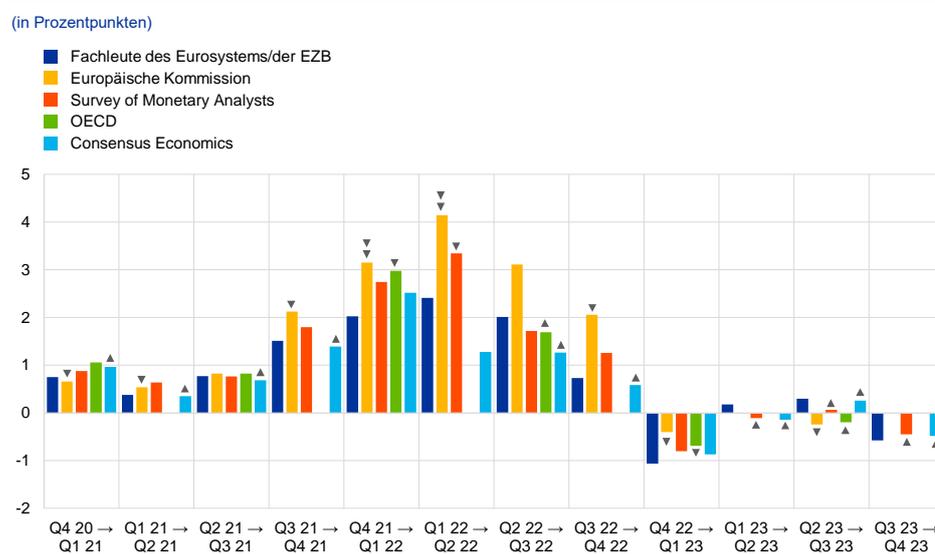
Quellen: Eurostat und Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB.  
 Anmerkung: Ein Projektionsfehler ist definiert als Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert für ein bestimmtes Quartal und dem im vorangegangenen Quartal für dieses Quartal projizierten Wert (z. B. die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert für das vierte Quartal 2022 und dem Wert, den die Fachleute der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen im September 2022 für dieses Quartal projiziert haben). Die Angaben zum ersten Quartal 2024 entsprechen durchschnittlichen Fehlern, die auf Basis der verfügbaren Datenveröffentlichungen (nur für Januar und Februar 2024) sowie unter der Annahme unveränderter Inflationsraten im März 2024 ermittelt wurden.

**Auch die von anderen internationalen Institutionen und privatwirtschaftlichen Prognostikern erstellten Inflationsprognosen für den Euroraum sind im Laufe**

<sup>4</sup> Ähnliche Entwicklungen lassen sich auf Sicht von vier Quartalen beobachten. Die Projektionsfehler der HVPI- und in geringerem Maße auch der HVPIX-Inflation auf Sicht von vier Quartalen gingen 2023 ebenfalls zurück und liegen nun in der Nähe des Vorpandemieniveaus.

**des vergangenen Jahres genauer geworden.** Die Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und von anderen Prognostikern wiesen hinsichtlich des Vorzeichens und Ausmaßes der Projektionsfehler bei der kurzfristigen Inflation eine hohe Übereinstimmung auf (siehe Abbildung B). Beim Vergleich solcher Projektionen sind die unterschiedlichen Veröffentlichungstermine zu berücksichtigen, denn daraus ergibt sich für die Prognostiker eine unterschiedliche Informationsbasis (siehe die Pfeile in Abbildung B). Alle wichtigen Prognostiker hatten den Anstieg der Inflation in den Jahren 2021 und 2022 stark unterschätzt und wurden anschließend vom Tempo des Inflationsrückgangs im ersten Quartal 2023 überrascht. Seitdem sind jedoch deutlich geringere und weniger systematische Fehler festzustellen.

**Abbildung B**  
 Projektionsfehler bei der HVPI-Inflation auf Sicht von einem Quartal nach Prognostikern



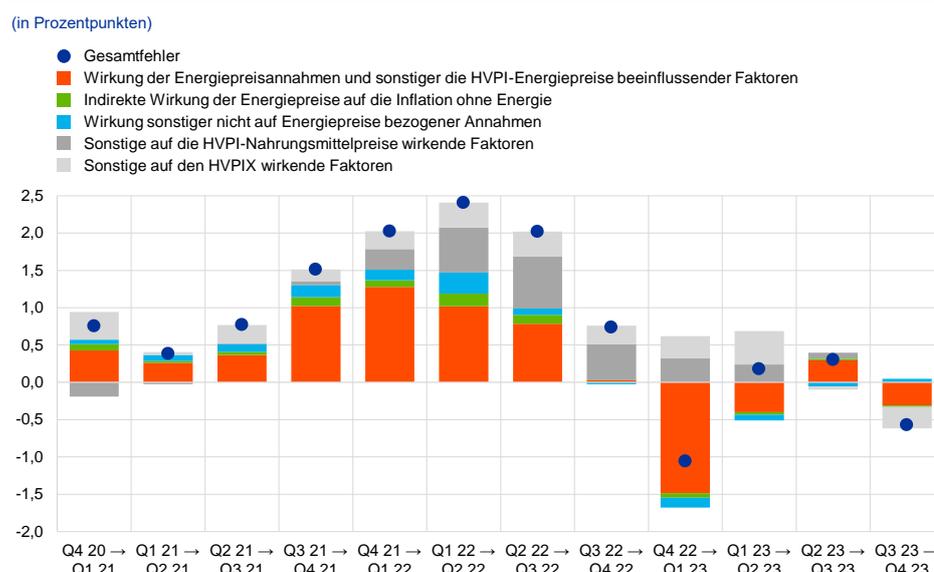
Quellen: Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB, Consensus Economics, Survey of Monetary Analysts (SMA), Europäische Kommission, OECD und Eurostat.

Anmerkung: Die Projektionsfehler berechnen sich als Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert und dem entsprechenden projizierten Wert. Auf der horizontalen Achse ist jeweils das Quartal angegeben, in dem die Projektionen veröffentlicht wurden, und das Quartal, auf das sich diese Projektionen beziehen. „Q4 20 → Q1 21“ bezeichnet also Projektionen für das erste Quartal 2021, die im vierten Quartal 2020 veröffentlicht wurden. Zum Fehlervergleich werden jene Prognostiker herangezogen, deren Prognoseveröffentlichung einen Stichtag in zeitlicher Nähe zum Stichtag der Eurosystem-/EZB-Projektionen aufweist. Für den Survey of Monetary Analysts wird der Median der Angaben der Umfrageteilnehmer ausgewiesen, für den Consensus Economics der Mittelwert. Die Pfeile oberhalb bzw. unterhalb der Balken zeigen für die einzelnen Veröffentlichungen, wie viele Monate mehr oder weniger die HVPI-Daten am Stichtag abdecken als die Eurosystem-/EZB-Projektionen. Ein Pfeil nach oben bedeutet, dass für einen zusätzlichen Monat HVPI-Daten vorlagen, ein Pfeil nach unten, dass für einen Monat weniger HVPI-Daten verfügbar waren. Zwei nach unten gerichtete Pfeile bezeichnen eine um zwei Monate verringerte Datenverfügbarkeit. Die Quartalsprojektionen der OECD sind nur zweimal jährlich verfügbar, sodass im ersten und dritten Quartal keine Fehler ausgewiesen werden. Für das vierte Quartal 2023 veröffentlichte die Europäische Kommission in ihrer Sommerprognose 2023 keine Quartalsprojektionen. Daher wird für dieses Quartal kein Fehler angezeigt. Stichtag für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023 war der 30. August 2023, d. h. ein Tag vor Veröffentlichung der Schnellschätzung zur HVPI-Inflation im Euroraum im August 2023. Dennoch wurden die Schnellschätzungen für fünf Euro-Länder (die 45 % des Euroraum-HVPI abdecken) bereits in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen berücksichtigt. Folglich wich der verwendete Wert letztlich nicht von der Eurostat-Schnellschätzung für die HVPI-Gesamtinflation ab.

**Die Ursachen von Projektionsfehlern haben sich mit der Zeit verändert.** In Abbildung C sind die Projektionsfehler für die HVPI-Inflation nach Ursachen aufgeschlüsselt. Bis Anfang 2022 waren die meisten Fehler auf die Energiepreise zurückzuführen. In der Folge spielte auch ein unerwarteter Anstieg der Nahrungsmittelpreise eine wichtige Rolle, was durch die dunkelgrauen Balken dargestellt wird. Diese zeigen anhand der Standardelastizitäten den Beitrag der Fehler bei der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel, die sich nicht durch

fehlerhafte Annahmen erklären lassen.<sup>5</sup> Bis zum zweiten Quartal 2023 hatten auch Fehler bei der HVPIX-Inflation beträchtliche Auswirkungen. Im Jahr 2023 verursachten die Energiepreise erneut signifikante Projektionsfehler. Dieses Mal hingen sie jedoch mit dem Tempo des Energiepreiserückgangs zusammen, das so nicht erwartet worden war.

### Abbildung C Aufschlüsselung aktueller Projektionsfehler bei der von Fachleuten des Eurosystems/der EZB projizierten HVPI-Inflation auf Sicht von einem Quartal



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: „Gesamtfehler“ ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem projizierten Wert. Auf der horizontalen Achse ist jeweils das Quartal angegeben, in dem die Projektionen veröffentlicht wurden, und das Quartal, auf das sich diese Projektionen beziehen. „Q4 20 → Q1 21“ bezeichnet also Projektionen für das erste Quartal 2021, die im vierten Quartal 2020 veröffentlicht wurden. „Indirekte Wirkung der Energiepreise auf die Inflation ohne Energie“ bezeichnet die Summe der indirekten Effekte der Öl-, Gas- und Strompreise. Im Falle der Ölpreise basieren diese indirekten Effekte auf den aus makroökonomischen Modellen des Eurosystems abgeleiteten Elastizitäten. Im Falle der Gas- und Strompreise werden Elastizitäten unterstellt, die sich proportional zum Ölpreisschock verhalten. „Wirkung sonstiger nicht auf Energiepreise bezogener Annahmen“ bezieht sich auf die Annahmen für die kurz- und langfristigen Zinssätze, die Aktienkurse, die Auslandsnachfrage, die Exportpreise der Wettbewerber, die Nahrungsmittelpreise und den Wechselkurs.

**Anfangs ließen sich die Projektionsfehler bei der HVPI-Inflationsrate für Energie größtenteils durch fehlerhafte Annahmen für die Rohstoffpreise erklären. Im weiteren Verlauf hingegen fiel die immer komplexere Art der Weitergabe der Energiepreise stärker ins Gewicht.** Bei der Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen werden die Markterwartungen für verschiedene wichtige Kennzahlen als konditionierende Annahmen zugrunde gelegt (darunter die in den Terminpreisen für Energierohstoffe enthaltenen Erwartungen). In weniger außergewöhnlichen Zeiten lässt sich mit diesen sogenannten technischen Annahmen, insbesondere jenen zu den Ölpreisen, ein Großteil der Fehler erklären, die bei der Projektion der Energieinflation zu beobachten sind.<sup>6</sup> Da sich die Gaspreise immer mehr von den Ölpreisen entkoppelt haben, wurden die

<sup>5</sup> Siehe Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>6</sup> Im Zeitraum vom vierten Quartal 2001 bis zum vierten Quartal 2019 (d. h. vor der Corona-Pandemie) betrug der Anteil der Projektionsfehler bei der HVPI-Energieinflation auf Sicht von einem Quartal, der durch Fehler bei den Ölpreisannahmen zu erklären war, im Median rund 90 %. Im Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum vierten Quartal 2023 sank dieser Median auf rund 40 %.

Projektionsmodelle so aktualisiert, dass die Gaspreise nun als ein von den Ölpreisen getrennter Wirkungskanal behandelt werden. Abbildung D zeigt die sich aus den angepassten Modellen ergebende Aufschlüsselung der Projektionsfehler bei der Energieinflation, die den roten Balken in Abbildung C entsprechen. Verglichen mit früheren Perioden hingen die Projektionsfehler der letzten Jahre nur begrenzt mit den Ölpreisannahmen zusammen. Demgegenüber waren die Fehler bei den konditionierenden Gaspreisannahmen ein wichtiger Erklärungsfaktor. Gleichwohl zeigt Abbildung D auch, dass die Energieinflation im Jahr 2022 von den Modellen selbst dann deutlich unterschätzt worden wäre, wenn perfekte Voraussicht bezüglich der Entwicklung der Öl- und Gasrohstoffpreise bestanden hätte. Im ersten Quartal 2023 wäre unter dieser Bedingung hingegen eine merklich höhere Inflation von den Modellen prognostiziert worden (siehe die blauen Balken, die die Summe aller nicht durch fehlerhafte technische Annahmen zu erklärenden Projektionsfehler darstellen). Wahrscheinlich spiegelt sich hierin die hohe Komplexität der Preissetzungsmechanismen für die Verbraucherpreise von Gas und Strom in den einzelnen Euro-Ländern wider. Durch die umfangreichen fiskalischen Maßnahmen zur Abfederung der Energiepreisschocks wurde diese Komplexität noch verstärkt.<sup>7</sup> Eine weitere mögliche Ursache sind Nichtlinearitäten bei der Weitergabe der Rohstoffpreise an die Verbraucherpreise. Sie könnten in dieser Zeit von beträchtlichem Ausmaß gewesen sein.

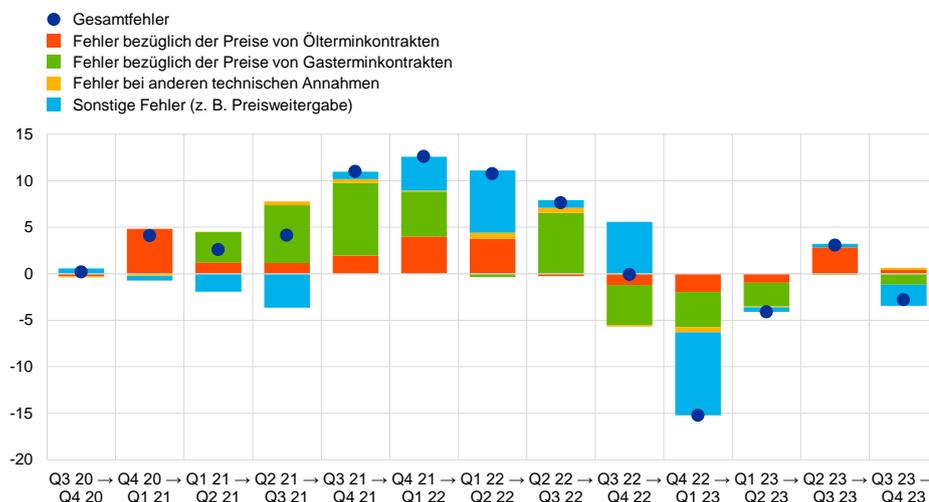
---

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), Wirtschaftsbericht 4/2022; EZB, [Klimabezogene finanzpolitische Maßnahmen in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2023; EZB, [Finanzpolitische Reaktionen auf Energiepreisschock, Inflationsschock und Klimawandel](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 1/2024.

## Abbildung D

Aufschlüsselung aktueller Projektionsfehler bei der von Fachleuten des Eurosystems/der EZB projizierten HVPI-Inflationsrate für Energie auf Sicht von einem Quartal

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Gesamtfehler“ ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem projizierten Wert. Auf der horizontalen Achse ist jeweils das Quartal angegeben, in dem die Projektionen veröffentlicht wurden, und das Quartal, auf das sich diese Projektionen beziehen. „Q4 20 → Q1 21“ bezeichnet also Projektionen für das erste Quartal 2021, die im vierten Quartal 2020 veröffentlicht wurden. Die Zerlegung erfolgt anhand angepasster Elastizitäten, die Ende 2023 aus den aktuellen makroökonomischen Projektionsmodellen abgeleitet wurden.

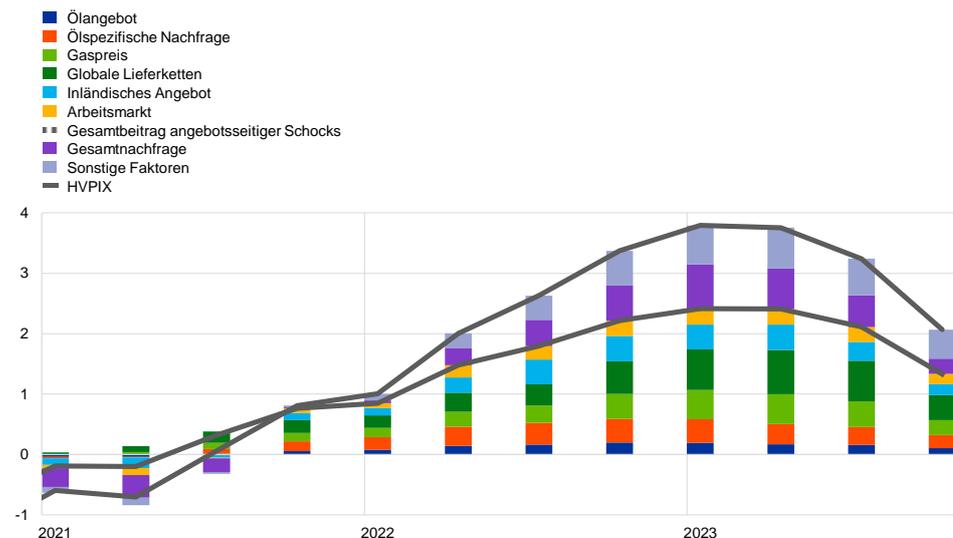
**Eine historische Zerlegung der HVPI-Teuerung bestätigt den großen Beitrag der indirekten Effekte der Energiepreisspitzen in der Zeit nach der Pandemie und deutet auf eine beispiellose Übertragung dieser außergewöhnlich starken Schocks hin.** In Reaktion auf die unerwartet starken Anstiege der HVPIX-Inflation in der jüngeren Vergangenheit haben die Fachleute der EZB ein umfassendes strukturelles BVAR-Modell entwickelt, das eine Vielzahl von Nachfrage- und Angebotsschocks erkennt.<sup>8</sup> Eine historische Zerlegung anhand dieses Modells zeigt, dass die Zunahme der HVPIX-Teuerung nach der Pandemie auf eine hohe Koinzidenz einer Vielzahl von Schocks zurückzuführen war (siehe Abbildung E). Größtenteils war sie angebotsseitigen Schocks geschuldet, insbesondere indirekten Effekten aufgrund beispielloser Preisspitzen bei Gas und Störungen der globalen Lieferketten. Die postpandemische Dynamik wurde aber auch maßgeblich von Nachfrageschocks bestimmt. Diese resultierten aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft und der darauf folgenden Erholung der inländischen und globalen Nachfrage, wengleich dies erst ab 2022 zum Tragen kam. Im Gefolge der geldpolitischen Maßnahmen der EZB begann ab 2023 der Beitrag der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschocks zu sinken, wodurch der Disinflationprozess unterstützt wurde. Wie aus Abbildung E ersichtlich wird, nimmt der Anteil der durch das Modell nicht erklärbaren Dynamik der HVPIX-Inflation (siehe „sonstige Faktoren“) ab 2022 erheblich zu. Dies deutet möglicherweise darauf hin, dass die Übertragungswirkung der großen Schocks im Jahr 2021 nichtlinear

<sup>8</sup> Siehe M. Bańbura, E. Bobeica und C. Martínez Hernández, [What drives core inflation? The role of supply shocks](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2875, 2023.

gewesen sein könnte und sich daher nicht mit einem linearen Standardmodell erfassen lässt. Die Modellergebnisse veranschaulichen, wie wichtig es ist, bei der Modellierung und Prognose der Inflation im Euroraum Indikatoren der globalen Lieferketten und der Gaspreise zu berücksichtigen und alternative Modellierungsansätze in Betracht zu ziehen.

**Abbildung E**  
Modellbasierte Zerlegung der HVPIX-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Abweichung vom modellimplizierten Mittelwert)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gezeigt wird der Punktmittelwert der A-posteriori-Verteilung der historischen Zerlegung der HVPIX-Inflation auf Basis eines umfassenden strukturellen BVAR-Modells mit Schocks, die anhand von Vorzeichen- und Nullrestriktionen identifiziert werden. Die letzte Zerlegung bezieht sich auf das vierte Quartal 2023.

**Wenngleich sich die Projektionsfehler bei der Inflation inzwischen wieder auf einem eher normalen Niveau eingependelt haben, werden die Prognoseinstrumente weiter verbessert, um zusätzliche Analysen zu ermöglichen, die in Zeiten hoher Unsicherheit in die Projektionen einfließen können.** Die Fachleute des Eurosystems und der EZB orientieren sich stets an den höchstmöglichen technischen Standards für ihre Prognoseinstrumente und arbeiten daran, eine immer vielfältigere Modelllandschaft zu entwickeln. Hierzu findet ein regelmäßiger Austausch in den Fachforen des Eurosystems und mit Wissenschaftskreisen statt. Ein Beispiel für derartige Weiterentwicklungen ist die bereits beschriebene optimierte Modellierung der Gaspreise und globalen Lieferketten. Des Weiteren wird an auf maschinellem Lernen basierenden Modellen gearbeitet, mit denen einige der erwähnten Nichtlinearitäten erfasst werden sollen. Ein solches Modell dient als Bestandteil des Prognoseinstrumentariums, um die Fachleute des Eurosystems und der EZB bei den regelmäßigen Gegenprüfungen der Basisprojektionen zu unterstützen.<sup>9</sup> Darüber hinaus werden weiterhin Instrumente zur Beurteilung der Risiken in den Basisszenarios entwickelt. Dafür wird eine breite Auswahl an Sensitivitätsanalysen und alternativen Szenarios herangezogen. Seit März 2023 enthalten die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-

<sup>9</sup> Siehe M. Lenza, I. Moutachaker und J. Paredes, [Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2830, 2023.

Projektionen auch Fächerdiagramme. Mit ihrer Hilfe wird die mit den Projektionen verbundene Unsicherheit veranschaulicht (insbesondere bei längeren Zeithorizonten).<sup>10</sup> All diese zusätzlichen Analysen fließen zusammen mit den Basisprojektionen und anderen Fachanalysen als wichtige Informationen in den geldpolitischen Entscheidungsprozess der EZB ein.

---

<sup>10</sup> Siehe beispielsweise Abbildung 4 in den [gesamtwirtschaftlichen Projektionen](#) vom März 2024.

## Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 1. November 2023 bis zum 30. Januar 2024

Nikolaus Solonar und María González da Silva

**Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2023.** Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 1. November 2023 bis zum 30. Januar 2024 („Berichtszeitraum“).

**Die Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm im Berichtszeitraum weiter ab.** Dies hing damit zusammen, dass am 20. Dezember 2023 das sechste Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III.6) fällig wurde und die Banken zugleich auch andere GLRG-Mittel vorzeitig zurückzahlten. Auch die Liquiditätsbereitstellung war rückläufig, da sich die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) infolge der Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des APP (Anfang Juli 2023) verringerten. Die rückläufige Liquiditätsbereitstellung wurde zum Teil durch den anhaltenden Rückgang der autonomen Faktoren (netto) – vor allem aufgrund geringerer Einlagen der öffentlichen Haushalte – ausgeglichen, der seit dem Ende der Negativzinsphase der EZB-Leitzinsen (im Juli 2022) zu beobachten war.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 104,1 Mrd. € auf 1 630,9 Mrd. €.** Diese Entwicklung war fast ausschließlich darauf zurückzuführen, dass die autonomen Faktoren (netto) um 102,3 Mrd. € auf 1 467,7 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 1,8 Mrd. € auf 163,2 Mrd. € zurück.

**Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren verringerten sich im Berichtszeitraum um 67,1 Mrd. € auf 2 653,5 Mrd. €, was vor allem einem Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte und der sonstigen autonomen Faktoren zuzuschreiben war.** Die Einlagen öffentlicher Haushalte (siehe Tabelle A unter „Passiva“) sanken im Berichtszeitraum im Schnitt um 40,3 Mrd. € auf 182,3 Mrd. €. Dies spiegelt drei Aspekte wider: Erstens setzte sich die Normalisierung des Volumens der von den Staaten insgesamt gehaltenen Bargeldpuffer fort. Zweitens neigten die Staaten eher dazu, diese Bestände als Reaktion auf die veränderte Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem am Markt zu platzieren. Drittens gingen die Einlagen öffentlicher

Haushalte zurück, was üblicherweise zum Jahresende der Fall ist. Die Bedingungen am Repomarkt normalisierten sich, und die Reposätze überstiegen den €STR (Euro Short-Term Rate). Auch aus diesem Grund war eine Finanzierung über den Markt attraktiver als die Einlagenhaltung beim Eurosystem. Der durchschnittliche Banknotenumlauf sank im Berichtszeitraum um 6,1 Mrd. € auf 1 553,7 Mrd. €. Hierin zeigt sich, dass sich der seit dem Ende der Negativzinsphase (im Juli 2022) zu beobachtende Rückgang der Banknotenbestände fortgesetzt hat.

**Die Liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 35,4 Mrd. € auf 1 186,2 Mrd. €** (siehe Tabelle A unter „Aktiva“).<sup>1</sup> Im Berichtszeitraum nahmen die Nettoforderungen in Euro um 18,1 Mrd. € zu. Dies war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums weiter sanken. Grund hierfür war wiederum, dass die Verzinsung der Einlagen im Rahmen der Währungsreservenverwaltung des Eurosystems (ERMS) am 1. Mai 2023 herabgesetzt wurde und deren Kunden ihre Liquiditätssteuerungsstrategien änderten. Die Nettoforderungen in Fremdwährung erhöhten sich um 17,3 Mrd. €, da einige nationale Zentralbanken eigene Vermögenswerte in Währungsreserven umschichteten.

## Tabelle A

### Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

#### Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. August bis 31. Oktober 2023	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 1. November bis 19. Dezember 2023		Achte Erfüllungsperiode: 20. Dezember 2023 bis 30. Januar 2024		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren</b>	2 653,5	(-67,1)	2 656,2	(-47,1)	2 650,3	(-5,8)	2 720,6	(-83,0)
Banknotenumlauf	1 553,7	(-6,1)	1 551,1	(-3,6)	1 556,7	(+5,6)	1 559,8	(-5,5)
Einlagen öffentlicher Haushalte	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1</sup>	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben</b>	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>2</sup></b>	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
<b>Einlagefazilität</b>	3 520,5	(-94,6)	3 548,8	(-28,6)	3 487,4	(-61,4)	3 615,1	(-300,3)
<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.

<sup>1</sup> Weitere Informationen zu den autonomen Faktoren finden sich in: EZB, [Die Liquiditätssteuerung der EZB](#), Monatsbericht Mai 2002.

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. August bis 31. Oktober 2023	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 1. November bis 19. Dezember 2023		Achte Erfüllungsperiode: 20. Dezember 2023 bis 30. Januar 2024		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätszuführende autonome Faktoren</b>	1 186,2	(+35,4)	1 159,2	(-4,8)	1 217,7	(+58,4)	1 150,8	(+18,0)
Nettoforderungen in Fremdwährung	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Nettoforderungen in Euro	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 091,0	(-127,3)	5 359,5	(-406,7)
Offenmarktgeschäfte	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 090,9	(-127,3)	5 359,4	(-406,7)
Kreditgeschäfte	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Outright-Geschäfte <sup>1)</sup>	4 702,0	(-89,3)	4 715,0	(-53,0)	4 686,8	(-28,2)	4 791,2	(-77,3)
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: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. August bis 31. Oktober 2023	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 1. November bis 19. Dezember 2023		Achte Erfüllungsperiode: 20. Dezember 2023 bis 30. Januar 2024		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1)</sup>	1 630,9	(-104,1)	1 661,2	(-42,9)	1 595,5	(-65,8)	1 735,0	(-101,3)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2)</sup>	1 467,7	(-102,3)	1 497,3	(-42,2)	1 433,1	(-64,2)	1 570,0	(-101,3)
Überschussliquidität <sup>3)</sup>	3 528,5	(-96,0)	3 556,9	(-30,5)	3 495,4	(-61,5)	3 624,5	(-305,3)

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: 1. November 2023 bis 30. Januar 2024				Vorheriger Berichtszeitraum: 2. August bis 31. Oktober 2023			
	Siebte Erfüllungsperiode: 1. November bis 19. Dezember 2023		Achte Erfüllungsperiode: 20. Dezember 2023 bis 30. Januar 2024		Fünfte Erfüllungsperiode		Sechste Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Einlagefazilität	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR (Euro Short-Term Rate)	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
RepoFunds Rate Euro	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg.

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

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 200 Mrd. € auf 5 159,4 Mrd. €** (siehe Abbildung A). Bedingt war dieser Rückgang sowohl durch die geringere Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte als auch durch das Auslaufen der geldpolitischen Portfolios.

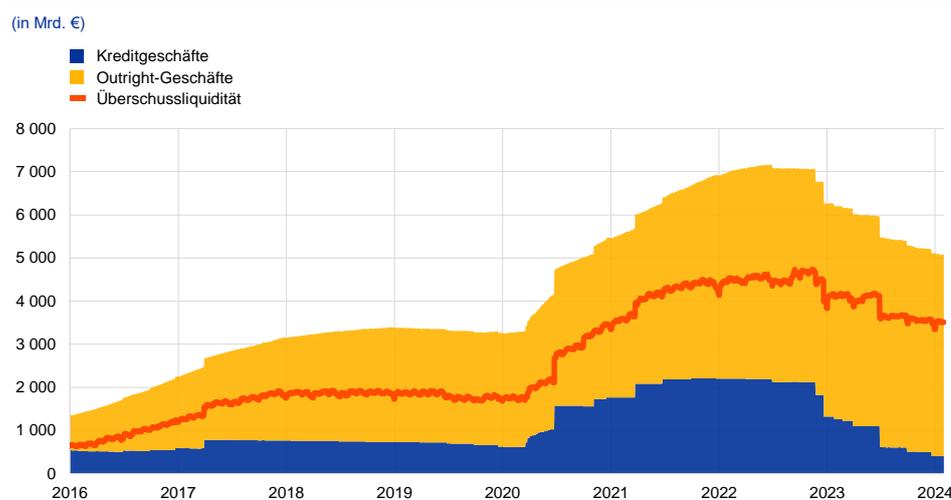
**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 110,8 Mrd. € auf 457,4 Mrd. €.** Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass die ausstehenden GLRG III-Beträge zurückgingen, da am 20. Dezember 2023 (also zu Beginn der achten Erfüllungsperiode) das sechste GLRG III-Geschäft (37,3 Mrd. €) fällig wurde und andere GLRG-Mittel (61,7 Mrd. €) vorzeitig zurückgezahlt wurden. Gleichzeitig verringerten sich die im Rahmen der regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)) ausstehenden Beträge leicht. Dieser Rückgang ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die ausstehenden Beträge für dreimonatige LRGs im Vergleich zur fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2023 im Schnitt um 3,8 Mrd. € zurückgingen, während jene für die HRGs mit 7,6 Mrd. € weitgehend unverändert blieben. Die Banken nahmen in begrenztem Maße an diesen Geschäften teil und waren in der Lage, GLRG-Mittel in erheblichem Umfang zurückzuzahlen, ohne zu regulären Refinanzierungsgeschäften zu wechseln. Ausschlaggebend hierfür waren ihre insgesamt komfortable Liquiditätsposition und die Tatsache, dass ihnen alternative Finanzierungsquellen mit attraktiven Zinsen zur Verfügung standen.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die Wertpapierbestände in den Outright-Portfolios verringerte sich im Berichtszeitraum um 89,3 Mrd. €.** Grund hierfür war, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP gehaltenen Wertpapiere seit dem 1. Juli 2023 nicht mehr reinvestiert werden. Die

Tilgungszahlungen aus den im Pandemie-Notfallankaufprogramm erworbenen Wertpapieren werden indes seit Einstellung der Nettokäufe Ende März 2022 vollständig reinvestiert.<sup>2</sup> Im Dezember 2023 kündigte der EZB-Rat an, die vollständige Wiederanlage der Tilgungsbeträge im zweiten Halbjahr 2024 einzustellen.

### Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 30. Januar 2024.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 96 Mrd. € auf 3 528,5 Mrd. € zurück** (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtlizidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht wider. Nachdem die durchschnittliche Überschussliquidität im November 2022 mit 4 748 Mrd. € ihren 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 hat auch beigetragen, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere seit Juli 2023 nicht mehr reinvestiert werden.

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

## Zinsentwicklung

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

**Der €STR blieb im Schnitt weitgehend unverändert, wobei der Spread gegenüber den EZB-Leitzinsen nach wie vor stabil war.** Im Berichtszeitraum notierte der €STR durchschnittlich 10,2 Basispunkte unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität und lag damit in der Nähe des Durchschnitts aller Mindestreserve-Erfüllungsperioden im Jahr 2023 (9,9 Basispunkte). Von der geringeren Überschussliquidität ging daher bislang kein Aufwärtseffekt auf den €STR aus. Der Rückgang des €STR zum Jahresende 2023 (-1,8 Basispunkte) war nur geringfügig ausgeprägter als der Jahresultimoeffekt 2022 (-1,5 Basispunkte).

**Der Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, notierte im Schnitt weiterhin näher am Zinssatz für die Einlagefazilität; eine Ausnahme bildete die Zeit um den Jahreswechsel herum.** Der Reposatz lag im Berichtszeitraum durchschnittlich 7,3 Basispunkte unterhalb des Einlagesatzes. Der zum Jahresende 2023 verzeichnete Rückgang um 25,5 Basispunkte war deutlich schwächer als jener Ende 2022 (-226,8 Basispunkte). Demnach funktionierte der Repomarkt ordnungsgemäß, was mehreren Faktoren zuzuschreiben war. Dazu zählten die seit Anfang 2023 höhere Nettoemission, die Freigabe von Sicherheiten aus fällig werdenden GLRGs, die veränderte Marktpositionierung, welche am Repomarkt zu einer geringeren Wertpapiernachfrage führte, sowie der Rückgang von ausstehenden Beständen im APP-Portfolio.

## Der Euro als internationale Währung aus der Perspektive des Zahlungsverkehrs

Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz und Sara Testi

**Die EZB verfolgt die Entwicklung des Euro als internationale Währung aufmerksam und veröffentlicht regelmäßig ihre Erkenntnisse.** In ihrem aktuellen Bericht vom Juni 2023 stellt die EZB fest, dass sich die Bedeutung des Euro als internationale Währung im Jahr 2022 gegenüber 2021 nicht wesentlich verändert hat. Gemessen an unterschiedlichen Indikatoren wurde die Gemeinschaftswährung im Durchschnitt in knapp 20 % aller Transaktionen weltweit verwendet, was in etwa dem Vorjahresanteil entspricht.<sup>1</sup> Dem Euro kommt weiterhin eine wichtige Rolle im internationalen Währungssystem zu. So ist er nach wie vor die zweitwichtigste Währung in mehreren Marktsegmenten, wie etwa bei den offiziellen Devisenreserven und bei internationalen Anleiheemissionen.

**Der weltweite Einsatz einer Währung lässt sich unter anderem am Zahlungsverkehr ablesen.** Ein geeigneter Indikator ist beispielsweise das Verhältnis der auf die betrachtete Währung lautenden grenzüberschreitenden Zahlungen zwischen Banken zur Summe der in sämtlichen Währungen getätigten Zahlungen zwischen Banken.<sup>2</sup> Zahlungen zwischen Banken können über verschiedene Wege abgewickelt werden, z. B. über multilaterale Vereinbarungen (d. h. Zahlungssysteme), bilaterale Vereinbarungen (d. h. Korrespondenzbankbeziehungen) oder entsprechende Mischformen.<sup>3</sup> Die Zahlungen erfolgen in der Regel mithilfe standardisierter Nachrichten über das Telekommunikationsnetz SWIFT.<sup>4</sup>

**In mehreren Zahlungssystemen weltweit, darunter Grobetragszahlungssysteme für den Euro wie T2, kommunizieren die Teilnehmer über SWIFT.**<sup>5</sup> T2 (hervorgegangen aus TARGET2) ist das Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems zur Echtzeit-Bruttoabwicklung von Zahlungen in Euro, das Zahlungen in Zentralbankgeld verarbeitet und abwickelt. über T2 wurden im Jahr 2023 dem Wert nach 92 % und dem Volumen nach 70 % aller von Grobetragszahlungssystemen verarbeiteten Zahlungen in Euro durchgeführt. Das Zahlungsverkehrsaufkommen in T2 ist daher nicht nur eine wichtige Bestimmungsgröße für den Gesamtwert der von Grobetragszahlungssystemen verarbeiteten Euro-Zahlungen. Es hat auch einen großen Anteil

<sup>1</sup> Siehe EZB, [The international role of the euro](#), 2023.

<sup>2</sup> In diesem Kasten bezeichnen Zahlungen zwischen Banken sowohl Kundenzahlungen (d. h. Zahlungen im Auftrag der Kunden) als auch Interbankenzahlungen (d. h. Zahlungen im Eigengeschäft).

<sup>3</sup> Zahlungen über Korrespondenzbankbeziehungen können entweder bilateral oder über ein Zahlungssystem abgewickelt werden. Siehe EZB, [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#), 2020.

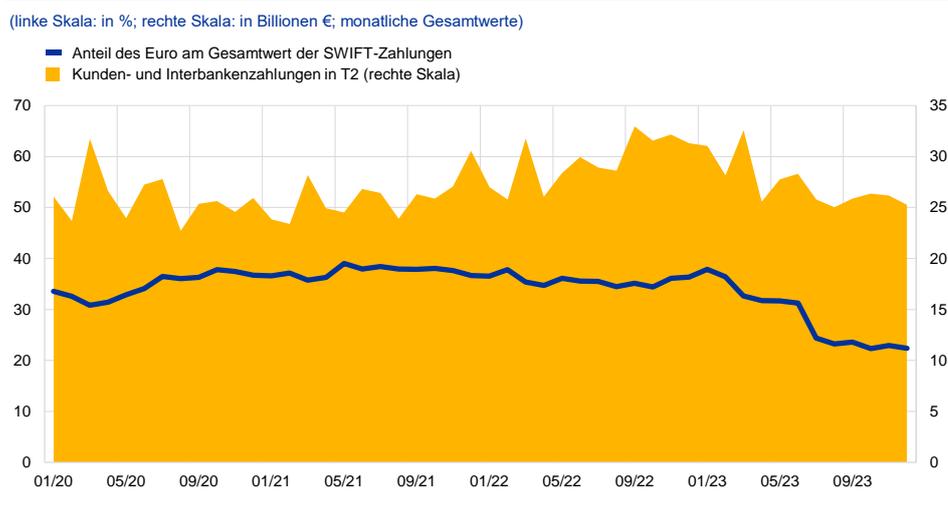
<sup>4</sup> SWIFT betreibt das weltweit führende System für den sicheren Austausch von Nachrichten innerhalb des Finanzsektors. Es wird von mehr als 11 000 Finanzinstituten rund um den Globus eingesetzt und ermöglicht eine standardisierte, sichere und effiziente Kommunikation.

<sup>5</sup> T2 nutzt sowohl SWIFT als auch Nexi als Netzanbieter.

am Gesamtwert der Euro-Zahlungsnachrichten, die über das SWIFT-Netz ausgetauscht und eingereicht werden.

**Nach März 2023 verringerte sich der wertmäßige Anteil der Euro-Zahlungsnachrichten an den gesamten SWIFT-Nachrichten.** SWIFT veröffentlicht zu den weltweit am häufigsten verwendeten Währungen (zu denen auch der Euro zählt) jeweils einen monatlichen Indikator für deren Einsatz im internationalen Zahlungsverkehr. Hierzu wird der Wert der von den Finanzinstituten über SWIFT gesendeten Zahlungsnachrichten zugrunde gelegt.<sup>6</sup> Für den Zeitraum von Januar 2020 bis Februar 2023 zeigt der Indikator, dass sich durchschnittlich 36,0 % aller über SWIFT ausgetauschten Nachrichten auf Euro-Zahlungen beziehen (siehe Abbildung A). Dieser Anteil sank im März 2023 auf 32,6 % und im April 2023 auf 31,7 %. Im vierten Quartal 2023 pendelte er sich mit durchschnittlich 22,6 % auf einem niedrigeren Niveau ein.<sup>7</sup>

**Abbildung A**  
Anteil des Euro am Gesamtwert der Zahlungen in SWIFT sowie Zahlungen über T2



Quellen: SWIFT, TARGET2, T2 und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der letzte Datenpunkt bezieht sich auf Dezember 2023. Der SWIFT-Indikator erfasst die über SWIFT ausgetauschten Nachrichten der Nachrichtentypen MT103 (Kundenzahlungen) und MT202 (Interbankenzahlungen) bzw. deren ISO-Äquivalente, die sich im Produktionsbetrieb befanden und ausgeführt wurden („live and delivered“). Die statistischen Daten zum Zahlungsverkehr über T2 sind eventuell revisionsbedürftig, da die Inbetriebnahme der konsolidierten T2/T2S-Plattform methodische Änderungen erforderte.

**Während der Anteil der über SWIFT ausgetauschten Euro-Zahlungsnachrichten sank, fanden in Europa weitreichende Infrastrukturveränderungen statt, und es wurde ein neuer Standard für SWIFT-Nachrichten eingeführt.** Am 20. März 2023 startete das Eurosystem die Plattform T2, um die bisherigen Dienste TARGET2 und TARGET2-Securities (T2 und T2S) zu konsolidieren. Die neue Zahlungsinfrastruktur der Notenbanken bildet das Rückgrat des Euro und hat die Effizienz des Liquiditätsmanagements und der Zahlungsverkehrspraktiken erhöht. Zudem profitieren die T2-Teilnehmer nun von

<sup>6</sup> Der Indikator basiert auf einer Teilmenge aller Zahlungsnachrichten, die in den weltweit gängigsten Währungen über SWIFT ausgetauscht werden, und wird monatlich im [RMB Tracker](#) veröffentlicht.

<sup>7</sup> Die von SWIFT im Juli 2023 vorgenommene und im Operational Newsletter kommunizierte Ex-post-Korrektur ist in den Daten für März, April, Mai und Juni 2023 nicht enthalten.

Synergien bei ihren Zahlungen.<sup>8</sup> Parallel zur Inbetriebnahme von T2 migrierten die über SWIFT verbundenen Finanzinstitute im Euroraum vom alten Nachrichtenstandard MT auf den neuen Nachrichtenstandard ISO 20022 (Pacs-Format für Nachrichten zwischen Banken). Diese Umstellung verbessert die Interoperabilität, ermöglicht die vollautomatisierte Abwicklung von Zahlungen und erhöht die Granularität von Finanzdaten.

**Beide Neuerungen wirkten sich auf die über SWIFT ausgetauschten Euro-Zahlungsnachrichten aus und beeinflussten somit ceteris paribus deren Anteil am gesamten SWIFT-Nachrichtenaufkommen.** Die mit der Konsolidierung der Dienste T2 und T2S einhergehende Umgestaltung der Plattformarchitektur und die Migration auf den neuen Nachrichtenstandard haben die Art und Weise verändert, in der Zahlungen in Euro getätigt werden und Liquidität in Euro verwaltet wird. Dies zeigt sich besonders deutlich beim Liquiditätsmanagement für Zahlungsströme innerhalb von Banken und zwischen Banken. Einige Transaktionen von üblicherweise hohem Wert fallen seit Anwendung des neuen Nachrichtenstandards aus der Berechnung des SWIFT-Indikators heraus. Dies erklärt seinen Rückgang nach März 2023.<sup>9</sup>

**Untermuert wird diese technische Erklärung für den Rückgang des Anteils der Euro-Zahlungsnachrichten am gesamten SWIFT-Nachrichtenaufkommen durch den Wert der in T2 verarbeiteten Euro-Zahlungen zwischen Banken, der eine ganz andere Dynamik aufweist** (siehe Abbildung A). Der monatsdurchschnittliche Wert der über T2 abgewickelten Kunden- und Interbankenzahlungen in Euro stieg 2023 auf mehr als 27,3 Billionen €, verglichen mit 25,9 Billionen € über TARGET2 im Jahr 2020. Die neuen Liquiditätsmanagementregelungen vom März 2023 führten indes nur zu einer geringfügigen Anpassung dieser Werte und nicht zu einer Veränderung größeren Ausmaßes. Ein ähnlicher Trend ist beim monatsdurchschnittlichen Volumen der in T2 verarbeiteten Kunden- und Interbankenzahlungen zu beobachten. Dieses erhöhte sich 2023 auf 7,8 Millionen Transaktionen gegenüber 6,3 Millionen Transaktionen in TARGET2 im Jahr 2020.<sup>10</sup>

**Die Bedeutung des Euro als internationale Währung lässt sich auch am wertmäßigen Anteil der in T2 verarbeiteten Euro-Zahlungen ablesen, deren Auftraggeber bzw. Begünstigte außerhalb des Euroraums ansässige Banken sind.** Über T2 (vormals TARGET2) können Banken rund um den Globus grenzüberschreitende Zahlungen in Euro tätigen. Gebietsfremde Banken nutzen

<sup>8</sup> Siehe [Pressemitteilung](#) der EZB vom 21. März 2023. Die vorliegende Analyse beruht auf T2-Daten ab dem 20. März 2023 und auf den davor verfügbaren TARGET2-Daten.

<sup>9</sup> Vor der Umstellung auf ISO 20022 wurden Interbankenzahlungen als MT202-Nachrichten und Kundenzahlungen als MT103-Nachrichten übermittelt. An ihre Stelle sind nun Nachrichten im Format pacs.009 bzw. pacs.008 getreten. Zudem entfällt mit der Migration auf ISO 20022 zumindest ein Teil der MT-Nachrichten, die sich auf Liquiditätstransfers, Cash Management und Reporting bezogen, da sie durch Camt-Nachrichten ersetzt wurden. Der SWIFT-Indikator erfasst nur MT202- und MT103-Nachrichten sowie deren Äquivalente im Nachrichtenformat pacs. Das Nachrichtenformat camt wird nicht einbezogen.

<sup>10</sup> Siehe auch die [Statistik der EZB](#) zur Abwicklung von Zahlungen über TARGET-Dienste.

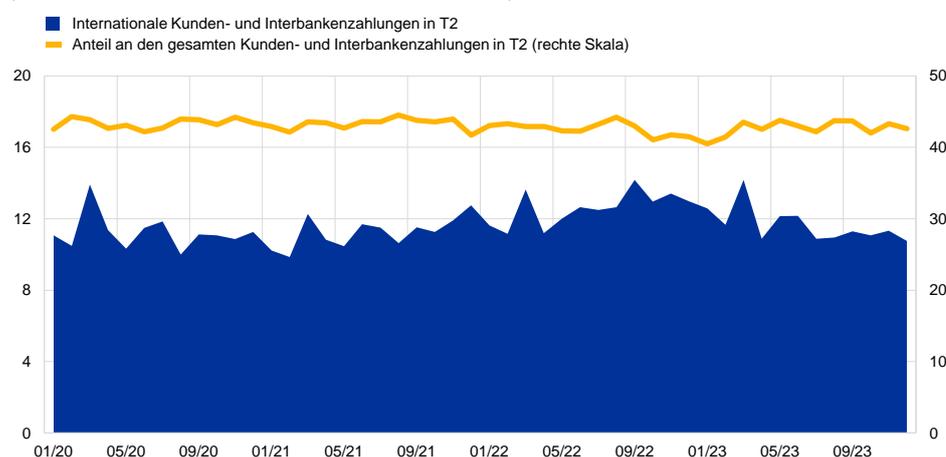
hierfür in der Regel Korrespondenzbanken, die über einen direkten Zugang zu den Zahlungsverkehrssystemen des Euroraums verfügen.<sup>11</sup>

**Bei diesem Indikator der weltweiten Euro-Zahlungen in T2 war kein drastischer Rückgang nach März 2023 zu erkennen, womit bestätigt wird, dass die Euro-Zahlungen, bei denen mindestens eine gebietsfremde Bank beteiligt ist, stabil geblieben sind.** Der monatsdurchschnittliche Wert dieser über T2 abgewickelten Kunden- und Interbankenzahlungen zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt lag zwischen März und Dezember 2023 bei 11,6 Billionen € und war damit in etwa so hoch wie in den Jahren zuvor. Die Zahlungen machten 43,0 % aller in T2 verarbeiteten Zahlungen zwischen Banken aus; ihr Anteil hat sich auch nach März 2023 nicht verringert (siehe Abbildung B).

### Abbildung B

#### Internationale Kunden- und Interbankenzahlungen in T2

(linke Skala: in Billionen €; rechte Skala: in %; monatliche Gesamtzahl)



Quellen: TARGET2, T2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der letzte Datenpunkt bezieht sich auf Dezember 2023. Als international werden jene Zahlungen bezeichnet, deren Auftraggeber bzw. Begünstigte außerhalb des Euroraums ansässige Banken sind. Die statistischen Daten zum Zahlungsverkehr über T2 sind eventuell revisionsbedürftig, da die Inbetriebnahme der konsolidierten T2/T2S-Plattform methodische Änderungen erfordert.

**Fazit: Der nach März 2023 festzustellende Rückgang des Anteils der Euro-Zahlungsnachrichten am gesamten SWIFT-Nachrichtenaufkommen ist nicht auf eine etwaige Verringerung des Wertes der in T2 verarbeiteten Zahlungen oder auf eine sinkende internationale Reichweite von T2 zurückzuführen.** Als grundlegende Finanzmarktinfrastruktur für den Euro steuert T2 wertmäßig nach wie vor einen erheblichen Anteil zu den gesamten über SWIFT durchgeführten Euro-Zahlungen bei. Die Verringerung des wertmäßigen Anteils des Euro am gesamten SWIFT-Nachrichtenaufkommen hängt offenkundig mit der Einführung der konsolidierten T2/T2S-Plattform und mit der Umstellung auf den neuen Nachrichtenstandard ISO 20022 zusammen. Diese beiden Entwicklungen veranlassten die Banken, ihr Liquiditätsmanagement anzupassen und andere Nachrichtentypen zu verwenden. Folglich sind einige Zahlungsarten aus der Berechnung des SWIFT-Indikators herausgefallen. Bei Aussagen zur internationalen

<sup>11</sup> Diese Zahlungen werden über das Konto eines direkten T2-Teilnehmers abgewickelt. Siehe EZB, [Eleventh survey on correspondent banking in euro](#), 2020.

Bedeutung des Euro sind die auf Zahlungsverkehrsdaten basierenden Einzelindikatoren deshalb mit Vorsicht zu interpretieren.

Sara Skjeggestad Meyer und Carolin Nerlich

*Am 30. Januar 2024 veröffentlichte die EZB ihren Klima- und Umweltplan 2024-2025, in dem sie drei neue Schwerpunkte für ihre Klimaschutzmaßnahmen festlegte. Im Folgenden wird erläutert, welche wirtschaftlichen Überlegungen dem Beschluss der EZB zugrunde liegen, ihre Arbeiten in diesen Bereichen voranzutreiben.<sup>1</sup>*

**Der Klimawandel beeinträchtigt zunehmend die Wirtschaft im Euroraum.** Die Welt ist noch sehr weit davon entfernt, die Ziele des Pariser Klimaabkommens von 2015 zu erreichen.<sup>2</sup> 2023 war das wärmste Jahr seit Aufzeichnungsbeginn, und mehrere Extremwetterereignisse verursachten in Europa und weltweit wirtschaftliche Schäden. Gleichzeitig trägt der beschleunigte Rückgang der Artenvielfalt im Verbund mit der Zerstörung von Lebensräumen dazu bei, dass sich die Umweltkrise nicht zuletzt wegen der Verflechtung zwischen Natur und Klima zuspitzt. Dabei wirkt sich das Erfordernis, den ökologischen Wandel („Transition“) voranzutreiben, zunehmend auf die Wirtschaft und das Finanzsystem aus. Hieraus können sich Folgen für die Preis- und Finanzstabilität sowie die Transmission der Geldpolitik ergeben. Auch die Bilanz des Eurosystems ist betroffen, denn der Klimawandel schlägt sich im Wert und Risikoprofil der Aktivposten nieder. Diesen Effekten muss die EZB Rechnung tragen, um ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität zu erreichen.

**Seit 2021 bezieht die EZB im Rahmen ihrer Selbstverpflichtung Klimaschutzaspekte zunehmend in ihre Aktivitäten ein.** So kündigte sie nach der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie 2021 ihren ersten klimabezogenen Maßnahmenplan an. Darin verpflichtete sie sich, Klimaschutzaspekte bei der Durchführung der Geldpolitik und in makroökonomischen Analysen und Statistiken zu berücksichtigen.<sup>3</sup> Seit der Ausweitung des Plans im Jahr 2022 spielen klimabezogene Aktivitäten auch in Bereichen wie Finanzstabilität und Bankenaufsicht eine Rolle.<sup>4</sup> Nach einer eingehenden Bestandsaufnahme ihrer Klimamaßnahmen veröffentlichte die EZB im Januar 2024 einen aktualisierten Plan für den Zeitraum 2024-2025. Darin verpflichtet sie sich erstmals, umweltbezogene Fragestellungen zu analysieren. Im Vordergrund stehen drei Schwerpunktbereiche, die der EZB in diesen zwei Jahren als Wegweiser dienen (siehe Tabelle A).

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Klima- und Umweltplan 2024-2025](#), Januar 2024.

<sup>2</sup> In dem Übereinkommen von Paris vereinbarten 196 Vertragsparteien im Jahr 2015, sich dafür einzusetzen, den weltweiten Anstieg der Durchschnittstemperatur auf deutlich unter 2 Grad Celsius gegenüber vorindustriellen Werten zu begrenzen, und darüber hinaus eine Begrenzung des Anstiegs auf 1,5 Grad Celsius anzustreben. Die EU verpflichtete sich dazu, bis 2050 Klimaneutralität (Netto-Null-Emissionen) zu erreichen und bis 2030 den CO<sub>2</sub>-Ausstoß gegenüber 1990 um 55 % zu reduzieren. Letzteres soll mithilfe des „Grünen Deals“ und des Klimaschutzpakets „Fit für 55“ erreicht werden. Dessen ungeachtet wird die Erderwärmung bei Beibehaltung der bisherigen nationalen Klimaschutzzusagen schätzungsweise 2,9 Grad Celsius betragen. Siehe hierzu Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP), [Emissions Gap Report 2023](#), November 2023.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie](#), Pressemitteilung vom 8. Juli 2021.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Klimaagenda der EZB 2022](#), Juli 2022.

**Tabelle A**

**Schwerpunktbereiche des Klima- und Umweltplans 2024-2025 der EZB**

Drei Schwerpunktbereiche		Was wir tun werden
	1. Steuerung des Übergangs („Transition“) zu einer ökologischen Wirtschaft	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bedarf an „grünen“ Investitionen und deren Finanzierung beurteilen</li> <li>• Strukturelle Folgen der Transition analysieren</li> <li>• Effekte der Transitionsfinanzierung und -risiken auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus analysieren</li> <li>• Makroökonomische Modelle um Klimaschutzaspekte erweitern</li> </ul>
	2. Befassung mit den zunehmenden physischen Auswirkungen des Klimawandels	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Effekte des Klimawandels stärker in die Umweltszenarien und Analysen für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen einbeziehen</li> <li>• Effekte der Anpassung an den Klimawandel (einschließlich Versicherungslücken) analysieren</li> <li>• Analyse physischer Risiken durch eine größere Datenverfügbarkeit stärken</li> </ul>
	3. Ausbau der Arbeit zu umweltbezogenen Risiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wirtschaftliche und finanzielle Folgen der schwindenden Artenvielfalt und der Umweltzerstörung weiter erforschen</li> </ul>

Quelle: EZB.

**Der erste Schwerpunkt liegt auf den Herausforderungen, die mit der Steuerung des Übergangs („Transition“) zu einer ökologischen Wirtschaft verbunden sind.**

Will die EU ihr Netto-Null-Emissionsziel 2050 erreichen, muss sie bis 2030 geeignete Maßnahmen ergreifen, um Anreize für die Umstellung auf energieeffiziente Produktionsprozesse und Konsumgewohnheiten zu schaffen und fossile Brennstoffe durch erneuerbare Energiequellen zu ersetzen.<sup>5</sup> Dies wird in tiefgreifende Strukturveränderungen der Wirtschaft im Euroraum münden, welche Auswirkungen auf die Beschäftigung und den Qualifikationsbedarf haben werden. Ferner könnte sich eine Kapitalreallokation mit unklaren langfristigen Effekten auf das Potenzialwachstum ergeben.<sup>6</sup> Der ökologische Wandel wird sich in den Handels- und Kapitalströmen im Eurogebiet niederschlagen und dessen internationale Wettbewerbsfähigkeit gefährden. Des Weiteren könnte das Eurogebiet anfälliger gegenüber Lieferkettenrisiken und einer gestörten Versorgung mit den für die Transition benötigten kritischen Mineralien werden. Ein gründliches Verständnis dieser Strukturveränderungen und Herausforderungen sowie ihrer möglichen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven des Euroraums ist hierbei von wesentlicher Bedeutung. Um dieses zu erlangen, muss die EZB ihre makroökonomischen Modelle anpassen.

**Für den Übergang zu einer emissionsarmen Wirtschaft sind „grüne“ Investitionen, technische Innovationen und „grüne“ Finanzierungen entscheidend.**

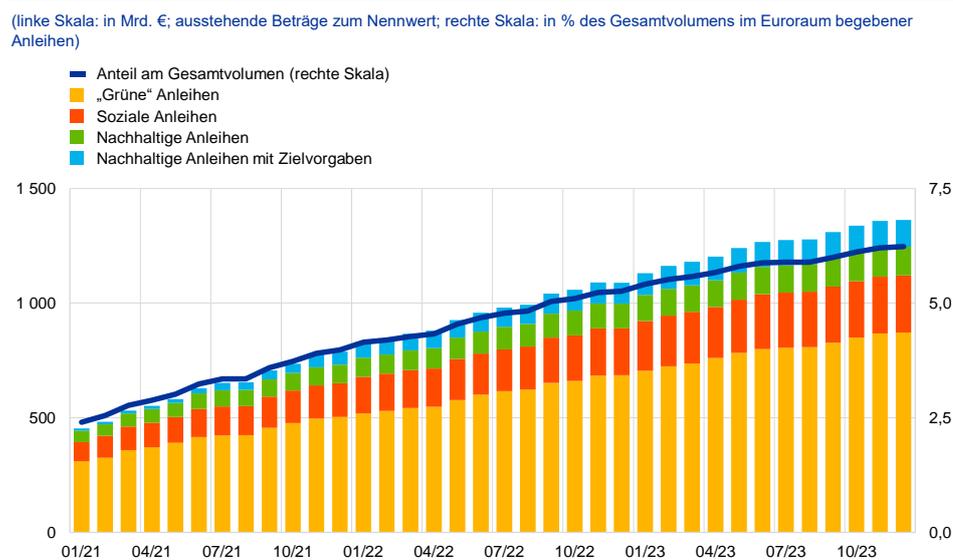
Die Schätzungen verschiedener Institutionen, wie umfangreich ökologische Investitionen sein müssen, um die Klimaziele zu erreichen, kommen zu sehr uneinheitlichen Ergebnissen. Die Europäische Kommission rechnet mit zusätzlichen Investitionen von jährlich 620 Mrd. € bis 2030, wenn die EU ihre

<sup>5</sup> Siehe hierzu EZB, [Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen Klimaschutzbezogener Transitionsmaßnahmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2024.

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Wie der Klimawandel das Produktionspotenzial beeinflusst](#), Wirtschaftsbericht 6/2023.

Emissionen wie geplant um 55 % verringern soll.<sup>7</sup> Die EZB wird sich eingehender mit den diversen Schätzungen und deren zugrunde liegenden Annahmen und Bestimmungsfaktoren – so auch mit der Rolle von Klimaschutzmaßnahmen – befassen. Dabei wird sie prüfen, welche Rahmenbedingungen zur Erleichterung der notwendigen Investitionen erforderlich sind. So müssen eine auf Risikobereitschaft ausgerichtete Marktinfrastruktur und ein Umfeld gefördert werden, das ein hohes Maß an Forschung, Entwicklung und Innovationskapazitäten begünstigt. Ein besonderes Augenmerk gilt der Finanzierung des „grünen“ Investitionsbedarfs. Zwar ist der Anteil „grüner“ Finanzinstrumente in den letzten Jahren deutlich gestiegen, doch ist er im Verhältnis zum Gesamtvolumen der im Eurogebiet begebenen Anleihen immer noch gering (siehe Abbildung A). Im Einzelnen wird sich die EZB damit befassen, ob die verfügbaren Finanzmittel die Nachfrage decken, welche Kreditbedingungen für klimafreundliche Unternehmensinvestitionen gelten und wie staatliche Maßnahmen – z. B. verbesserte Offenlegungspflichten – zu einer stärkeren Freisetzung privater Mittel führen können. All dies ist für die Geldpolitik und deren Transmissionsmechanismus relevant.

**Abbildung A**  
**Begebung nachhaltiger Anleihen im Euroraum**



Quellen: Centralised Securities Database und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Ausgewiesen sind im Euroraum begebene Anleihen mit Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungskriterien („ESG“) unabhängig von deren Besicherungsgrad. „Anteil am Gesamtvolumen“ bezeichnet den Betrag aller nachhaltigen Anleihen in Relation zum Gesamtbetrag aller im Euroraum begebenen Anleihen.

**Mit dem zweiten Schwerpunkt soll den zunehmenden physischen Auswirkungen des Klimawandels begegnet werden.** Extremwetterereignisse treten immer häufiger auf, und die damit verbundenen Kosten treten deutlicher zutage.<sup>8</sup> Im Verbund mit veränderten Witterungsverläufen schlägt sich dies über

<sup>7</sup> Siehe Europäische Kommission, [Strategische Vorausschau 2023: Nachhaltigkeit und Wohlergehen der Menschen – Herzstück der offenen strategischen Autonomie Europas](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, 6. Juli 2023.

<sup>8</sup> Siehe N. S. Diefenbaugh, Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events, *Science Advances*, Bd. 6(12), Nr. 2368, 2020.

verschiedene Kanäle in der Gesamtwirtschaft und dem Finanzsektor nieder. Klimatische Veränderungen wirken sich vor allem auf die Landwirtschaft, den Tourismus sowie – über die Nahrungsmittelpreise – den Einzelhandel und die Gastronomie aus. Nach der Hitzewelle im Sommer 2022 erhöhte sich die Teuerungsrate für Nahrungsmittel in Europa binnen Jahresfrist schätzungsweise um 0,67 Prozentpunkte.<sup>9</sup> Die steigende Erderwärmung hat nichtlineare Effekte auf die Nahrungsmittelpreise, was die Gefahr einer erhöhten Inflationsdynamik birgt. Empirischen Untersuchungen zufolge verringern sich die Arbeitsproduktivität und das Wirtschaftswachstum, wenn der Temperaturanstieg bestimmte Schwellenwerte überschreitet.<sup>10</sup> Für die EZB gilt es, ihre Beurteilung der Effekte des Klimawandels auf Inflation und Wirtschaft zu verbessern. Neben qualitativ hochwertigen Daten sind hierzu weitere Untersuchungen notwendig, wie sich die physischen Auswirkungen des Klimawandels in die Klimaszenarien und Analysen für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen einbeziehen lassen.

**Die Finanzierung der Anpassungsprozesse wird ein neuer wichtiger Forschungsbereich sein.** Aus den Kosten der physischen Auswirkungen des Klimawandels erwachsen finanzielle und fiskalische Risiken, doch nur ein Viertel der klimabedingten Katastrophenschäden ist durch Versicherungen gedeckt.<sup>11</sup> Investitionen im Zusammenhang mit den Anpassungsprozessen, die die Gefährdung durch physische Klimarisiken begrenzen sollen, werden freilich Ressourcen von produktiveren Anlagemöglichkeiten abziehen.<sup>12</sup> Die EZB wird die wirtschaftliche und finanzielle Tragweite der klimabezogenen Anpassungsmaßnahmen erforschen und dabei auch prüfen, wie hoch der Finanzierungsbedarf ist, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber dem Klimawandel zu stärken.

**Der dritte Schwerpunkt besteht in der Erforschung umweltbezogener Risiken.** Es mehren sich die Belege dafür, dass der Klimawandel der Umwelt schadet und die Umweltzerstörung in Form von intensiver Landnutzung, Umweltverschmutzung und Raubbau an der Natur ihrerseits die Klimakrise verstärkt. Die Umweltzerstörung verringert die Kapazitäten zur Absorption und Speicherung von CO<sub>2</sub>. Zudem beeinträchtigt sie die Widerstandsfähigkeit der Böden gegenüber Extremwetterereignissen und klimatischen Veränderungen. In der EU sind bereits mehr als 80 % der Lebensräume in einem schlechten Zustand.<sup>13</sup> Der Verlust natürlicher Ressourcen gefährdet die Menschheit, denn er bedroht lebenswichtige Bereiche wie die Versorgung mit Nahrungsmitteln und Medikamenten.

**Die Umweltzerstörung wirkt sich auf die Wirtschaft aus und birgt finanzielle Risiken.** In der SAFE-Umfrage zum Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln äußerten sich 48 % der im Euroraum ansässigen Unternehmen sehr besorgt über

---

<sup>9</sup> Siehe M. Kotz, F. Kuik, E. Lis und C. Nickel, [The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2821, 2023.

<sup>10</sup> Siehe z. B. Deutsche Bundesbank, [Klimawandel und Klimapolitik: Analysebedarf und -optionen aus Notenbanksicht](#), Monatsbericht, Januar 2022, S. 33 ff.

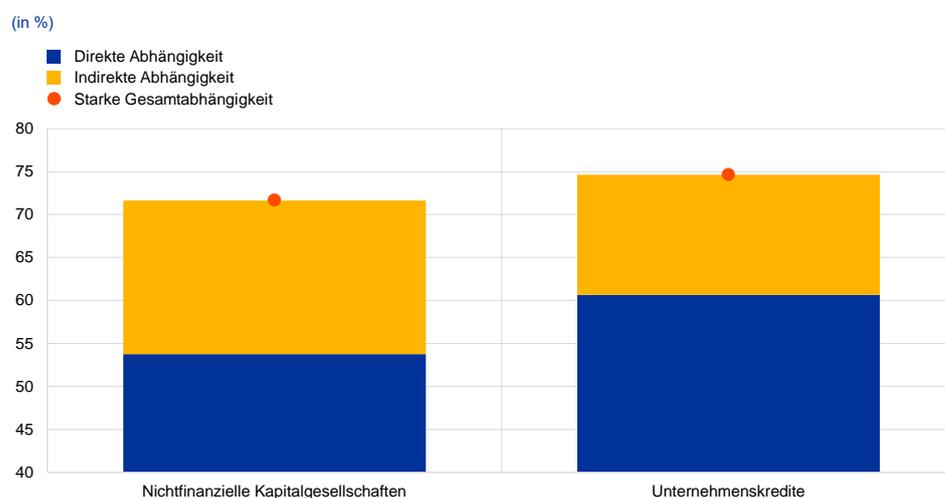
<sup>11</sup> Siehe EIOPA/EZB, [Policy options to reduce the climate insurance protection gap](#), Diskussionspapier, April 2023.

<sup>12</sup> Siehe EZB, [The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy](#), Der EZB-Blog, 18. Dezember 2023.

<sup>13</sup> Siehe Europäische Umweltagentur, [Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#), 18. November 2021.

die Effekte der Umweltzerstörung auf ihr Geschäft.<sup>14</sup> Dies steht in Einklang mit aktuellen Forschungsergebnissen, wonach 72 % der gebietsansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften eine starke Abhängigkeit von mindestens einer Ökosystemleistung – z. B. gesunde Böden, sauberes Wasser, Hochwasserschutz – aufweisen. Da 75 % der Bankkredite im Euroraum an solche Unternehmen vergeben werden, ergibt sich aus Umweltrisiken ein eindeutiges Risiko für den Bankensektor (siehe Abbildung B). Die EZB wird die wirtschaftlichen Folgen des Verlusts natürlicher Ressourcen und der schwindenden Artenvielfalt, ihre Wechselwirkung mit dem Klimawandel und die möglichen Auswirkungen auf jene gesamtwirtschaftlichen Variablen untersuchen, die für ihr Mandat relevant sind.

**Abbildung B**  
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Kreditportfolios im Euroraum – Abhängigkeit von Ökosystemleistungen



Quellen: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit und EZB-Berechnungen  
Anmerkung: Anteil der gebietsansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit einer starken Gesamtabhängigkeit (Score-Wert über 0,7) von mindestens einer Ökosystemleistung und Anteil der Unternehmenskreditportfolios gebietsansässiger Banken im Bereich dieser Ökosystemleistungen. Ein Kredit wird als stark abhängig eingestuft, wenn der Kreditnehmer einen hinreichend hohen Score-Wert aufweist. Die Abhängigkeits-Scores der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der Unternehmenskreditportfolios werden als Durchschnitt angegeben. Ebenfalls dargestellt sind die direkte Abhängigkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften von Ökosystemleistungen sowie ihre indirekte Abhängigkeit (d. h. auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette bzw. die Abhängigkeit ihrer Lieferanten). Stand: Dezember 2021. Siehe S. Boldrini, A. Ceglár, C. Lelli, L. Parisi und I. Heemskerk, [Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 333, 2023.

<sup>14</sup> Siehe EZB, [Klimawandel, klimafreundliche Unternehmensinvestitionen im Euroraum und deren Finanzierung – Ergebnisse aus der SAFE-Umfrage](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2023.

# Aufsätze

## 1 Auswirkungen der jüngsten Schocks und gegenwärtigen strukturellen Veränderungen auf das Produktivitätswachstum im Euroraum

Paloma Lopez-Garcia, Brindusa Anghel, Gert Bijnens, Simon Bunel, Tibor Lalinsky, Wolfgang Modery und Maria T. Valderrama

### 1 Einleitung

**Die Corona-Pandemie und die Energiekrise haben im Zusammenwirken mit dem ökologischen und digitalen Wandel der Wirtschaft einen noch nicht quantifizierbaren Einfluss auf das Produktivitätswachstum ausgeübt.** In der akuten Phase der Pandemie sank die Produktivität je Arbeitnehmer infolge der Arbeitskräftehortung und geringeren Kapazitätsauslastung. Dank der raschen Krisenintervention der Politik auf nationaler und europäischer Ebene konnte eine Insolvenzwelle abgewendet werden. Womöglich wurde dadurch aber auch eine produktivitätssteigernde Reallokation von Ressourcen erschwert. Die Coronakrise veränderte das Investitionsverhalten und die Produktionsweise der Unternehmen ebenso wie die Konsumgewohnheiten und das Arbeitsleben der Menschen. Dies führte zu einem Digitalisierungsschub in der Wirtschaft des Euroraums, der durch Mittel aus dem Hilfsprogramm „Next Generation EU“ (NGEU) gefördert wurde. Diese Änderungen können weitreichende positive Folgen für die Produktivität haben. Es braucht jedoch weitere Investitionen in zusätzliche Fertigkeiten und immaterielle Vermögenswerte, damit dieses Potenzial voll ausgeschöpft werden kann. Des Weiteren wird die Produktivität durch den Energiepreisschock infolge des Einmarschs Russlands in die Ukraine sowie durch den Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft beeinflusst, da sich die relativen Preisveränderungen von Vorleistungen auf die Produktions- und Investitionsentscheidungen der Unternehmen auswirken. Kurzfristig dürfte die Produktivität beeinträchtigt werden, doch angesichts der notwendigen Anpassung von Produktionsprozessen könnten ökologische Innovationen die längerfristigen Produktivitätsaussichten verbessern.

**Im vorliegenden Aufsatz werden die wichtigsten Ergebnisse der Arbeit einer Expertengruppe des ESZB zum Thema Produktivität zusammengefasst.<sup>1</sup> Die**

---

<sup>1</sup> Siehe B. Anghel, S. Bunel et al., Digitalisation and productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 339, 2024; G. Bijnens et al., The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 340, 2024; T. Lalinsky et al., The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 341, 2024.

Analyse stützt sich auf frühere Arbeiten im Zusammenhang mit der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB.<sup>2</sup>

**Der Aufsatz ist in vier Abschnitte gegliedert.** Der auf diese Einleitung folgende Abschnitt 2 beschreibt die inter- und intrasektoralen Auswirkungen der Pandemie und der Unterstützungsmaßnahmen auf die Produktivität und Ressourcenreallokation. Abschnitt 3 befasst sich mit den möglichen Auswirkungen des grünen und digitalen Wandels auf die Produktivität: Dabei wird zunächst untersucht, ob und über welche Kanäle digitale Technologien das Produktivitätswachstum im Euroraum grundlegend verändern könnten. Anschließend geht es um die Frage, wie die Innovationskraft und die produktivitätssteigernde Reallokation von Ressourcen durch relative Preisveränderungen bei Vorleistungen, die auf den ökologischen Wandel und die jüngsten Energieschocks zurückzuführen sind, beeinflusst werden. In Abschnitt 4 wird ein Fazit gezogen.

## 2 Auswirkungen der Corona-Pandemie

**Die Corona-Pandemie unterschied sich in mindestens dreierlei Hinsicht von früheren Krisen:** erstens durch ihre weitreichenden Folgen über Ländern, Sektoren und Unternehmen hinweg, zweitens durch die zur Eindämmung des Virus getroffenen Maßnahmen, wie Lockdowns und Eingriffe in das Arbeitsleben und die Konsumgewohnheiten der Menschen, und drittens durch Umfang und Ausmaß der politischen Stützungsmaßnahmen.<sup>3</sup>

**Als eine der wichtigen politischen Maßnahmen könnten die Programme zur Arbeitsplatzsicherung zu unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen während der Pandemie beigetragen haben, je nachdem, ob die Produktivität pro Arbeitnehmer oder pro geleistete Arbeitsstunde gemessen wird.** Die Programme zur Arbeitsplatzsicherung schafften für die Unternehmen einen Anreiz, ihre Beschäftigten zu halten, obwohl sie weniger Arbeitsstunden leisteten. Durch Kurzarbeitsregelungen konnten die Unternehmen auf Kündigungen verzichten und somit den Schock abmildern. Folglich erhöhte sich 2020 die Produktivität gemessen am BIP je geleistete Arbeitsstunde, während sie gemessen am BIP je Arbeitnehmer sank (siehe Abbildung 1). Der hier vorgestellten Analyse liegen Daten auf Unternehmensebene zugrunde, und es wird die Arbeitsproduktivität pro Arbeitnehmer betrachtet, da auf Unternehmensebene keine Angaben zu den geleisteten Arbeitsstunden verfügbar sind.

---

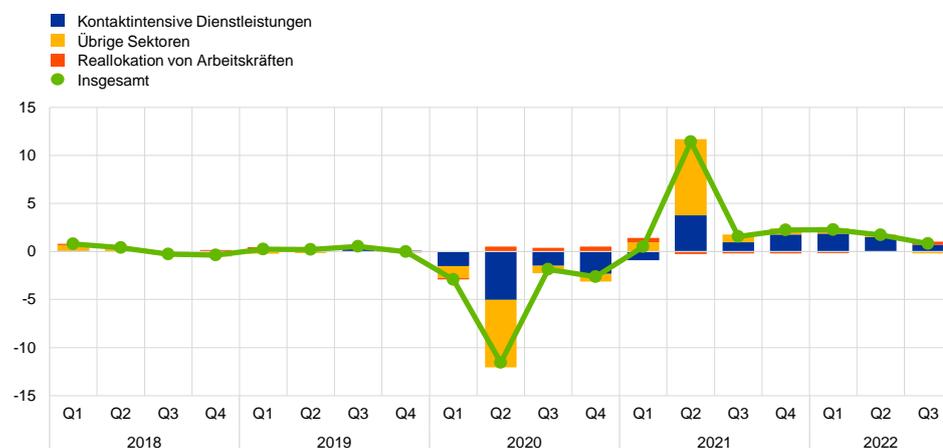
<sup>2</sup> Siehe Work stream on productivity, innovation and technological progress, [Key factors behind productivity trends in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 268, 2021.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid 19-Pandemie auf das Wachstum der Arbeitsproduktivität](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2021.

## Abbildung 1 Produktivitätsentwicklung im Euroraum

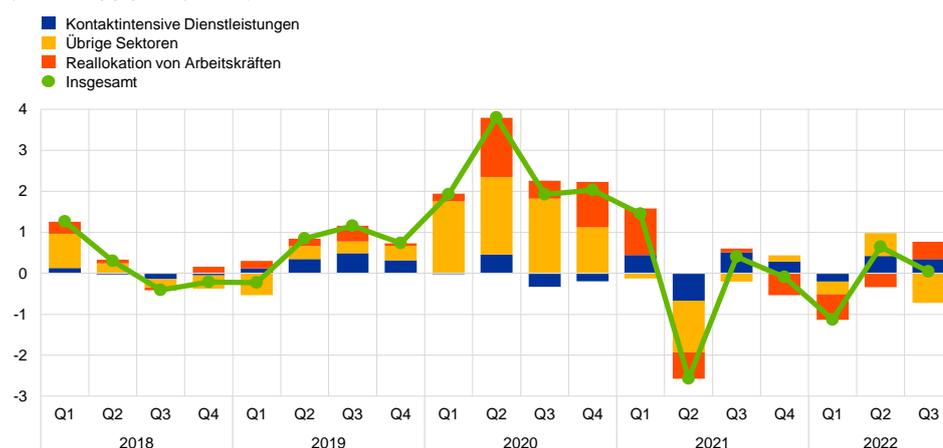
### a) Arbeitsproduktivität je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



### b) Arbeitsproduktivität je geleistete Arbeitsstunde

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Das aggregierte Wachstum der Arbeitsproduktivität gliedert sich in das Wachstum innerhalb eines Sektors (intra-sektorale Komponente) und das Wachstum durch Veränderung der Beschäftigungsanteile in den Sektoren (inter-sektorale Komponente der Reallokation von Arbeitskräften). Die intra-sektorale Komponente lässt sich nochmals nach dem Beitrag der geringer oder stärker vom Covid-19-Schock betroffenen Sektoren unterscheiden. Stärker betroffen sind kontaktintensive Dienstleistungen in den folgenden Sektoren der NACE-Klassifikation: Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen (Abschnitt G der NACE-Klassifizierung), Verkehr und Lagerei (Abschnitt H), Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (Abschnitt I), Kunst, Unterhaltung und Erholung (Abschnitt R) sowie sonstige Aktivitäten (Abschnitt S-U).

## Kurzfristige Auswirkungen und Reallokation von Ressourcen

### Die Produktivität pro Arbeitnehmer sank im Jahr 2020 vor allem wegen des starken Rückgangs des unternehmensspezifischen Produktivitätswachstums.

Abbildung 2 zeigt eine Zerlegung des sektoralen Wachstums der Arbeitsproduktivität in ausgewählten Ländern des Euroraums<sup>4</sup> von 2019 bis 2020 in den Beitrag der unternehmensspezifischen Komponente und den Beitrag der Reallokation von Arbeitskräften zwischen den Unternehmen eines Sektors

<sup>4</sup> Betrachtet wurden Estland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland.

(unternehmensübergreifende Komponente). Die meisten Länder verzeichneten einen deutlichen Rückgang des unternehmensspezifischen Produktivitätswachstums. Dieser spiegelt die geringere Kapazitätsauslastung und die Programme zur Arbeitsplatzsicherung wider, die dazu geführt haben, dass die Produktion stärker gesunken ist als die Anzahl der Beschäftigten.

**Die Pandemie und die damit verbundenen Maßnahmen erschwerten möglicherweise eine produktivitätssteigernde inter- und intrasektorale Ressourcenreallokation, verhinderten sie jedoch nicht völlig.** Krisen können insofern bereinigend wirken, als die von ihnen ausgehenden negativen wirtschaftlichen Schocks einen überproportionalen Effekt auf produktivitätsschwache Unternehmen haben. Fließen dann während eines Abschwungs Ressourcen aus produktivitätsschwachen in produktivitätsstarke Firmen ab, kann dies die Produktivitätsverluste infolge der niedrigen Kapazitätsauslastung und der Arbeitskräftehortung begrenzen. In der Pandemie verlief die Ressourcenreallokation jedoch möglicherweise nicht in der gewohnten Richtung, da in besonders kontaktintensiven Sektoren produktivitätsschwache und produktivitätsstarke Unternehmen gleichermaßen betroffen waren. Zudem könnte die weitreichende und umfassende Unterstützung des Unternehmenssektors auf nationaler und europäischer Ebene etwaige Bereinigungen durch Schrumpfung oder Marktaustritt produktivitätsschwacher Firmen verhindert haben. Abbildung 2 veranschaulicht, dass die Ressourcenreallokation zwischen den Unternehmen (unternehmensübergreifende Komponente) positiv zum Produktivitätswachstum in den betrachteten Ländern beitrug und den aggregierten Rückgang der Arbeitsproduktivität im Jahr 2020 abbremsste.<sup>5</sup> Bei den produktivitätsschwachen Unternehmen war die Schrumpfung also stärker ausgeprägt als bei den produktivitätsstarken. Wie aus Abbildung 3 ersichtlich ist, traten vergleichsweise produktivitätsschwache Firmen im Jahr 2020 aus dem Markt aus. Beide Entwicklungen weisen auf einen bereinigenden Effekt der Pandemie hin. Allerdings war er, wie im Folgenden ausgeführt, nicht so deutlich wie in anderen Krisen.

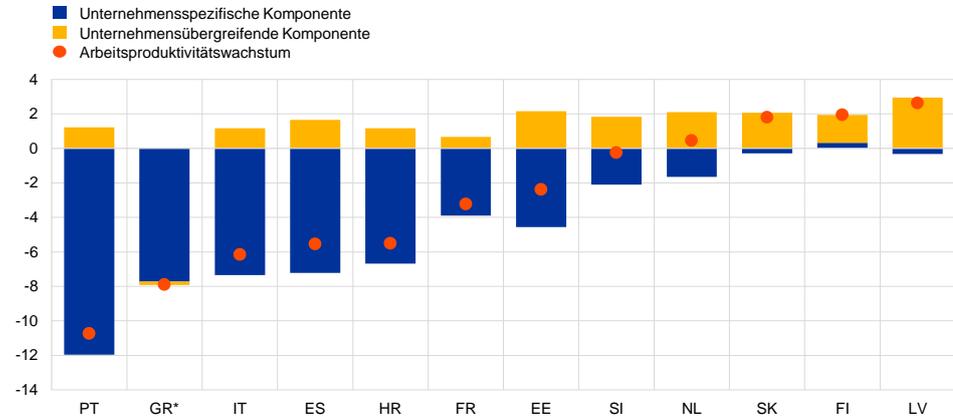
---

<sup>5</sup> In Griechenland ist der Beitrag der Ressourcenreallokation zwischen den Unternehmen leicht negativ. Jedoch wird dort die Produktivität als Umsatzerlös je Beschäftigten gemessen und nicht wie in allen anderen Ländern als Wertschöpfung je Beschäftigten. Dies könnte die Vergleichbarkeit der Ergebnisse beeinträchtigen.

## Abbildung 2

### Beitrag zum sektoralen Arbeitsproduktivitätswachstum 2020

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)



Quelle: Eigene Berechnungen anhand individueller Unternehmensdaten der betrachteten Länder.

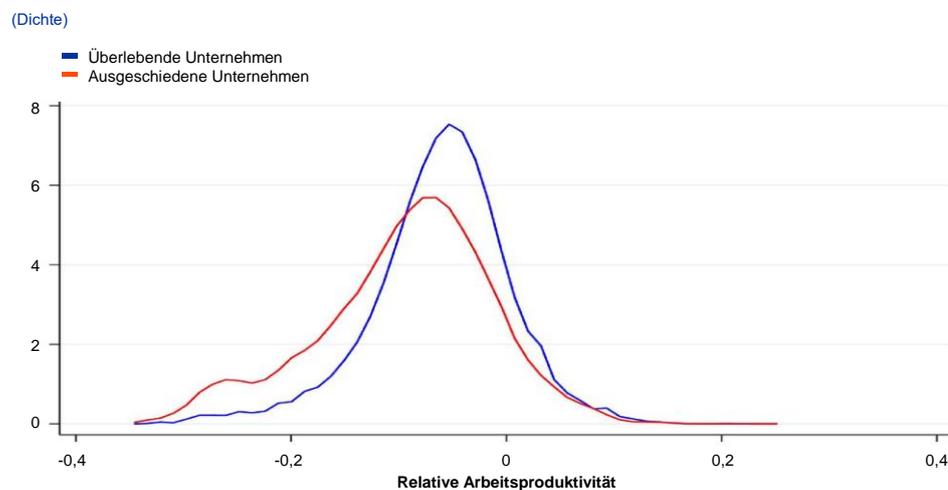
Anmerkung: Produktivität gemessen an der realen Wertschöpfung je Beschäftigten, mit Ausnahme von Griechenland, wo der Umsatzerlös je Beschäftigten zugrunde gelegt wird. In der hier gezeigten Shift-Share-Analyse des sektoralen Produktivitätswachstums wird unterschieden zwischen dem Beitrag der Produktivitätsveränderung in einem Unternehmen unter Berücksichtigung ursprünglicher Marktanteile (unternehmensspezifische Komponente) und den veränderten Marktanteilen von Unternehmen mit unterschiedlichen Produktivitätsniveaus (unternehmensübergreifende Komponente).

### Im ersten Pandemiejahr schieden produktivitätsschwächere Unternehmen aus dem Markt aus und sorgten dadurch für einen Bereinigungseffekt. Die

Ressourcenreallokation im Unternehmenssektor ergibt sich unter anderem daraus, dass Unternehmen in den Markt eintreten oder ihn verlassen. Werden produktivitätsschwächere Firmen von neuen produktivitätsstärkeren abgelöst, führt diese Dynamik zu einer höheren Produktivität. Die in Abbildung 3 dargestellte Produktivitätsverteilung der 2020 aus dem Markt ausgeschiedenen Unternehmen ist im Vergleich zur Produktivitätsverteilung der verbliebenen Unternehmen desselben Sektors linksschief. Die aus dem Markt ausgetretenen Firmen waren also im Durchschnitt produktivitätsschwächer als die etablierten Unternehmen und trugen zu einer produktivitätssteigernden Ressourcenreallokation bei.

### Abbildung 3

Produktivitätsverteilung der Unternehmen, die 2020 den Markt verlassen haben, im Vergleich zu überlebenden Unternehmen desselben Sektors



Quelle: Eigene Berechnungen anhand der auf Unternehmensebene vorliegenden Daten von Orbis-IBACH.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal. Die Arbeitsproduktivität ist definiert als reale Wertschöpfung je Beschäftigten.

**Während des Konjunkturerinbruchs im Jahr 2020 schieden jedoch weniger Unternehmen aus dem Markt aus als in anderen Krisenphasen. Dies minderte den Bereinigungseffekt.** Um festzustellen, ob sich die Marktaustritte von Unternehmen im Jahr 2020 von jenen in früheren Krisen unterscheiden, wird ihre geschätzte Reaktion auf eine Konjunkturabschwächung in der Vergangenheit mit der Dynamik verglichen, die in der akuten Pandemiephase in den fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums beobachtet wurde. Tabelle 1 weist für die Pandemie eine weitaus schwächere Reaktion aus als in früheren Krisen: Die Korrelation zwischen dem Marktaustritt von Unternehmen und der Konjunkturerwicklung (-0,031) verringerte sich während der Pandemie auf etwa -0,01, wie die Summe der geschätzten Koeffizienten (-0,031+0,024) zeigt. Hierfür waren mehrere Faktoren verantwortlich, beispielsweise Insolvenzmoratorien, die sich daraus ergaben, dass Verwaltungsverfahren während der Lockdowns ruhten oder dass in einigen Ländern politische Maßnahmen zur Abwendung einer Insolvenzwelle ergriffen wurden.<sup>6</sup> Zudem ist die geringere Anzahl von Marktaustritten nicht zuletzt den staatlichen Unternehmenshilfen zu verdanken (siehe unten).

<sup>6</sup> Die niedrigere Marktaustrittsrate in der akuten Pandemiephase könnte aber auch damit zusammenhängen, dass Covid-19 in dieser Zeit als ein kurzfristiges Phänomen betrachtet wurde.

**Tabelle 1****Zusammenhang zwischen Marktaustritten von Unternehmen und Konjunkturveränderungen**

Abhängige Variable: Unternehmensaustrittsrate	
Regressor	Geschätzter Koeffizient
Sektoraktivität	-0,031***
Covid-19-Dummy (2020 = 1)	-0,490*
Sektoraktivität x Covid-19-Dummy	0,024**
Beobachtungen	3 209
R-Quadrat	0,57

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten auf Sektorebene.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Ergebnisse einer Kleinst-Quadrate-Regression mit sektor-, länder- und jahresfixen Effekten. Verwendet wurden Daten aus Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und den Niederlanden für den Zeitraum 2004-2020 sowie Daten zu 50 Sektoren auf der zweistelligen NACE-Gliederungsebene. Die abhängige Variable ist die länder-, sektor- und jahresspezifische Austrittsquote, wichtigster Regressor ist das länder-, sektor- und jahresspezifische Wertschöpfungswachstum als Näherungswert für die Position des Sektors im Konjunkturzyklus. Bei der Interaktion mit dem Covid-19-Dummy (2020 = 1) zeigt sich, dass ein Rückgang des Wertschöpfungswachstums um 1 Prozentpunkt während der Corona-Pandemie weniger Marktaustritte zur Folge hat. Fehler werden auf Sektorebene zusammengefasst. \*\*\* signifikant zum 1 %-Niveau, \*\* signifikant zum 5 %-Niveau, \* signifikant zum 10 %-Niveau.

**Einfluss politischer Stützungsmaßnahmen**

**Die rasche Unterstützung, die Unternehmen und privaten Haushalten von staatlicher Seite zuteilwurde, verhinderte eine Insolvenzwelle und sicherte die Einkommen der privaten Haushalte.** Die Hilfen waren daher entscheidend für die zügige wirtschaftliche Erholung im Euroraum nach der Coronakrise. Gleichwohl ist zu klären, ob die beispiellosen Unterstützungsmaßnahmen im weiteren Verlauf der Pandemie unerwünschte Auswirkungen auf das aggregierte Produktivitätswachstum hatten.

**Für mehrere Länder des Eurogebiets lässt sich anhand von Unternehmensdaten belegen, dass die politischen Stützungsmaßnahmen die Ressourcenreallokation zwischen bestehenden Unternehmen im Jahr 2020 nicht signifikant verzerrten.** Um zu untersuchen, wie sich die staatlichen Maßnahmen während der Pandemie auf die Unternehmen verteilten, müssen die Unternehmensmerkmale mit Angaben über die in Form von Subventionen, Schuldenmoratorien und Garantien gewährte Unterstützung zusammengeführt werden. Dieser Datensatz ist für sechs Länder des Euroraums verfügbar und zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit, im Jahr 2020 staatliche Hilfen zu erhalten, in der Mitte der Produktivitätsverteilung am höchsten war (siehe die dunkelblauen „Antennen“ in Abbildung 4).<sup>7</sup> Zudem nahm die Unterstützungsleistung mit der Unternehmensproduktivität zu.<sup>8</sup> Von der staatlichen Unterstützung profitierten in der frühen Krisenphase also nicht nur produktionsschwache Unternehmen. Folglich trugen diese Maßnahmen auch nicht zu einer Fehlallokation von Ressourcen bei.

<sup>7</sup> Für folgende Länder sind Daten für 2020 verfügbar: Estland, Spanien, Kroatien, Portugal, Slowenien und die Slowakei.

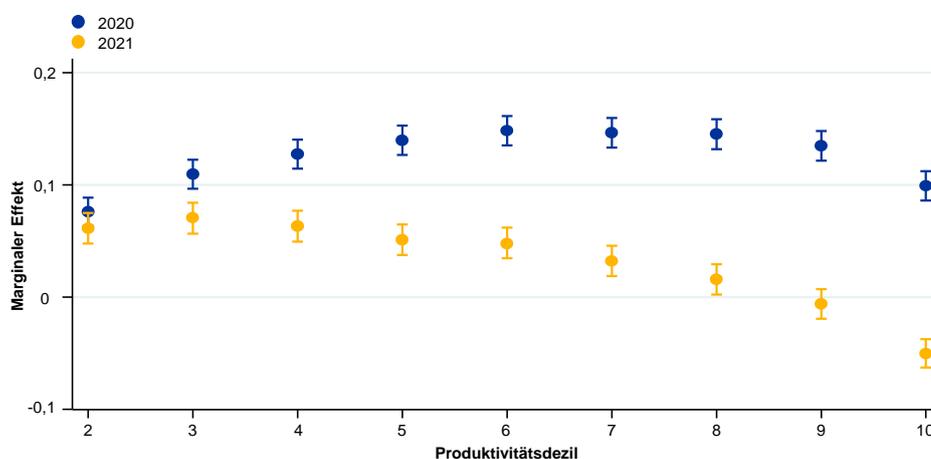
<sup>8</sup> Länderübergreifende und sonstige Informationen hierzu finden sich in: T. Lalinsky et al., The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 341, 2024.

**Im zweiten Pandemiejahr stieg die relative Wahrscheinlichkeit, dass produktivitätsschwache Unternehmen Unterstützung erhielten, deutlich an.**

Bereits in der frühen Phase der Pandemie wurden die Stützungsmaßnahmen von den hochproduktiven Unternehmen nicht mehr in Anspruch genommen. Im zweiten Pandemiejahr war deshalb in allen Ländern, für die entsprechende Daten vorliegen, die Wahrscheinlichkeit, Unterstützung zu erhalten, bei produktivitätsschwachen Unternehmen höher als bei produktivitätsstärkeren (siehe die gelben „Antennen“ in Abbildung 4). Somit kam es im Zeitverlauf zu einer stärker verzerrten Verteilung der Subventionen, obwohl sie weiterhin nach den gleichen Kriterien gewährt wurden.<sup>9</sup>

**Abbildung 4**  
Wahrscheinlichkeit von Lohnsubventionen nach Produktivität des Unternehmens, 2020 und 2021

(Wahrscheinlichkeit, Unterstützung zu erhalten, gemessen an der Referenzkategorie (1. Dezil); Differenz in Prozentpunkten)



Quelle: Eigene Berechnungen anhand von auf Unternehmensebene vorliegenden Daten für Kroatien, Lettland und die Slowakei.  
Anmerkung: Veränderung der Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen eines bestimmten Produktivitätsdezils Subventionen erhält, bezogen auf das niedrigste Produktivitätsdezil (1. Dezil). Die „Antennen“ zeigen Konfidenzintervalle. Dargestellt ist der Durchschnitt für Kroatien, Lettland und die Slowakei.

**Ergänzenden Analysen zufolge könnten die hohen Liquiditätsreserven produktivitätsschwacher Unternehmen mit dazu beigetragen haben, dass die Marktaustrittsrate 2020 niedriger war als in anderen Krisenphasen** (siehe Abbildung 5). Produktivitätsschwache Unternehmen (d. h. jene in der unteren Hälfte der Produktivitätsverteilung je Sektor) hielten im ersten Pandemiejahr verhältnismäßig hohe Liquiditätsreserven. Diese könnten eine Erklärung dafür sein, dass es den betreffenden Unternehmen in der Pandemie besser als in anderen Krisen (wie der Weltfinanzkrise) gelang, auf dem Markt zu bestehen. Für die höheren Liquiditätsreserven gibt es verschiedene mögliche Gründe: Entweder verfügten die Unternehmen vor der Coronakrise über solidere Bilanzen, oder sie profitierten während der Pandemie von finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen. Um diese beiden Faktoren voneinander abzugrenzen, ist in Abbildung 5 die Verteilung der Liquiditätsbestände zu unterschiedlichen Zeitpunkten dargestellt – im Jahr 2020 (rote Linie), auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 (blaue Linie)

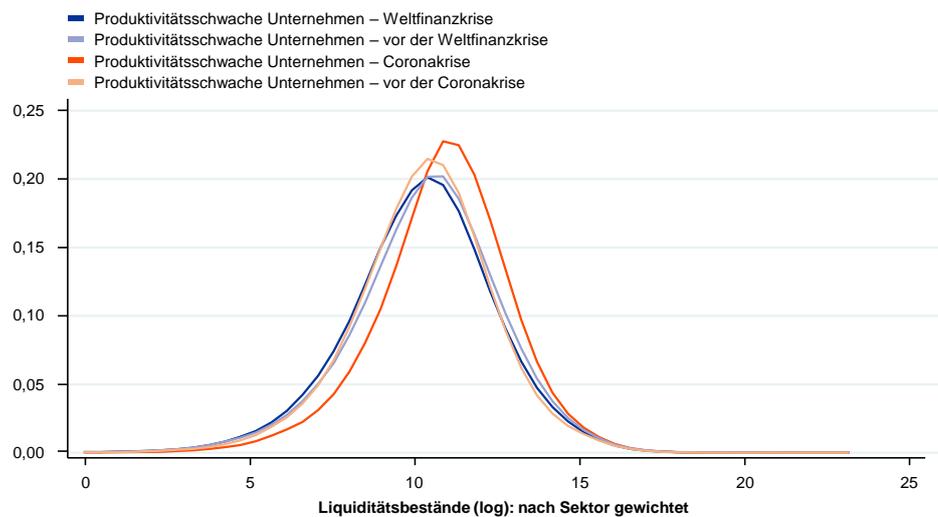
<sup>9</sup> Lediglich in Kroatien, Lettland und der Slowakei lagen für 2021 Daten auf Unternehmensebene zu Lohnzuschüssen und Unternehmensmerkmalen vor. Die aus dieser sehr kleinen Länderstichprobe gewonnenen Ergebnisse zur Verteilung der Unterstützungsmaßnahmen im Jahr 2021 sind dementsprechend mit Vorsicht zu betrachten.

sowie jeweils im Jahr vor den beiden Krisen (hellrote und hellblaue Linien). Die Liquiditätsreserven produktivitätsschwacher Unternehmen waren demnach 2020 höher als 2009, und der Anstieg erfolgte erst 2020 und nicht bereits 2019. Dies lässt darauf schließen, dass für die niedrigere Marktaustrittsrate des Jahres 2020 möglicherweise staatliche Stützungsmaßnahmen entscheidend waren.

### Abbildung 5

Verteilung der Liquiditätsbestände produktivitätsschwacher Unternehmen während der Weltfinanzkrise und der Coronakrise

(Dichte)



Quelle: Eigene Berechnungen anhand der Daten von Orbis-iBACH für Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal.

Anmerkung: Die produktivitätsschwachen Unternehmen befinden sich in der unteren Hälfte der Produktivitätsverteilung innerhalb eines Sektors eines Landes. Die einzelnen Sektoren werden anschließend auf Basis von Wertschöpfungsgewichten aggregiert. „Weltfinanzkrise“ = 2009, „vor der Weltfinanzkrise“ = 2008, „Coronakrise“ = 2020, „vor der Coronakrise“ = 2019. Die Arbeitsproduktivität wird als reale Wertschöpfung je Beschäftigten gemessen.

**Die Geldpolitik trug ebenfalls dazu bei, die negativen Auswirkungen der Coronakrise zu mindern.** Zum Redaktionsschluss dieses Aufsatzes ließen sich die geldpolitischen Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum der Unternehmen noch nicht quantifizieren, da für den Zeitraum nach 2020/2021 noch keine Daten auf Unternehmensebene vorlagen. Die Analyse historischer Daten kann jedoch Hinweise darauf geben, welchen Effekt die Geldpolitik während der Pandemie möglicherweise hatte. In der Regel wirkt sich die Geldpolitik durchaus auf die Produktivität aus, denn sie kann den Konjunkturzyklus positiv beeinflussen oder auch finanzielle Friktionen vergleichsweise hochproduktiver Unternehmen verringern.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Siehe auch M. T. Valderrama et al., The impact of monetary policy on productivity: A report of the ESCB Expert Group on Productivity, Innovation and Technological Change, Occasional Paper Series der EZB, 2024 (im Erscheinen).

## Langfristige Auswirkungen der Pandemie auf die Produktivität

**Die langfristigen Folgen der Pandemie auf das Produktivitätswachstum lassen sich noch nicht abschätzen.** Eine Einschätzung ist auch deshalb schwierig, weil die Wirtschaft nach der Pandemie durch weitere Schocks mit potenziell großen Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum belastet wurde. In diesem Abschnitt werden die wichtigsten strukturellen Veränderungen betrachtet, die das Produktivitätswachstum langfristig beeinflussen können. Eine exakte Quantifizierung der Folgen ist hingegen Aufgabe künftiger Analysen, sobald entsprechende Daten zur Verfügung stehen.

**Die Corona-Pandemie und die damit verbundenen Lockdown-Maßnahmen stärkten den Onlinehandel.** Zu Beginn der Pandemie sanken die deflationierten Einzelhandelsumsätze um etwa 20 % (siehe Abbildung 6, Grafik a). Online-Einkäufe nahmen dagegen deutlich zu und lagen 2022 immer noch etwa 30 % bis 40 % über dem Vorpandemieniveau. Wie der kräftige Anstieg im Onlinehandel das Produktivitätswachstum beeinflusst, lässt sich nicht eindeutig beziffern und hängt zudem von unternehmensspezifischen Merkmalen und anderen Faktoren ab. Der Literatur zufolge wirkt sich die Ausbreitung von Onlineplattformen bislang positiv auf das Produktivitätswachstum etablierter Unternehmen aus.<sup>11</sup> Grund hierfür ist eine höhere Wertschöpfung und nicht etwa ein Beschäftigungsabbau, was darauf hindeutet, dass Onlineplattformen größere Geschäftsmöglichkeiten bieten.

**Eine ähnlich markante Entwicklung war die zunehmende Verbreitung der Telearbeit nach der Einführung von Abstandsregeln im Frühjahr 2020.** Der Anteil der Beschäftigten, die häufig oder gelegentlich im Homeoffice arbeiteten, stieg 2020 deutlich und erhöhte sich 2021 nochmals auf fast 25 % (siehe Abbildung 6, Grafik b). Die rasante Verbreitung von Telearbeit könnte das Produktivitätswachstum über verschiedene Kanäle beeinflussen. Erstens könnten Effizienzgewinne entstehen, weil sich der Wegfall von Pendelzeiten teilweise in einem Anstieg der Arbeitsstunden niederschlägt.<sup>12</sup> Zweitens könnte sich der von den Unternehmen für den Betrieb benötigte Kapitalstock verringern, insbesondere der Immobilienbestand.<sup>13</sup> Drittens könnte Telearbeit die Digitalisierung der Wirtschaft beschleunigen. Viertens beeinträchtigt die Arbeit im Homeoffice jedoch möglicherweise die Zusammenarbeit. So wird mitunter beklagt, dass die soziale Interaktion zwischen den Beschäftigten und der Teamgeist leiden und sich die Synergieeffekte verringern. Aus den verfügbaren Daten geht hervor, dass die negativen Auswirkungen auf die Produktivität zunehmen, je häufiger Telearbeit eingesetzt wird. In der Literatur wird der Zusammenhang zwischen der Verbreitung von Telearbeit und der Effizienz der Beschäftigten daher auch als invers verlaufende U-förmige Kurve dargestellt. Dementsprechend ergibt sich bei einem moderaten

---

<sup>11</sup> Siehe OECD, [One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to 'build back better'](#), OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19), April 2021.

<sup>12</sup> Siehe C. G. Aksoy, J. M. Barrero, N. Bloom, S. J. Davis, M. Dolls und P. Zarate, [Time Savings When Working from Home](#), Working Paper des NBER, Nr. 30866, 2023.

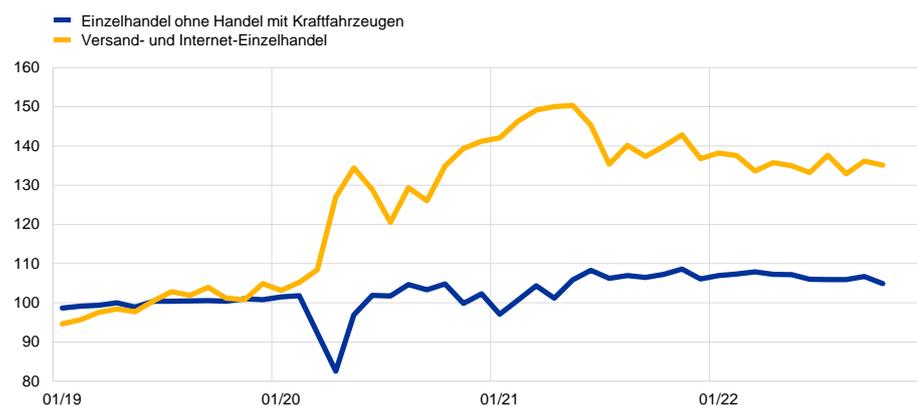
<sup>13</sup> Siehe A. Bergeaud und S. Ray, [The macroeconomics of teleworking](#), Bulletin de la Banque de France, Nr. 231/2, 2020.

Einsatz von Telearbeit das höchste Produktivitätswachstum.<sup>14</sup> Der genaue Kurvenverlauf dürfte von der relativen Bedeutung der genannten Faktoren für die einzelnen Sektoren und Berufe abhängen.

## Abbildung 6 Onlinehandel und Telearbeit

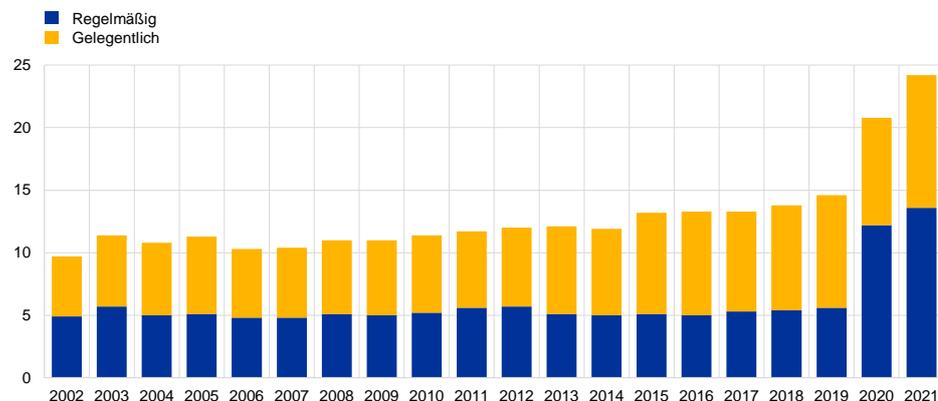
### a) Einzelhandelsumsätze

(deflationiert; Index 2019 = 100)



### b) Anteil der Beschäftigten in Telearbeit

(Anteil der Beschäftigten im Alter von mindestens 15 Jahren in %)



Quelle: Eigene Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Zum Versand- oder Internet-Einzelhandel zählen Einkäufe, bei denen die Auswahl der Produkte und Dienstleistungen anhand von Werbeanzeigen, Katalogen, Websites, Modellen oder anderen Werbeträgern erfolgt und die Bestellungen per Post, Telefon oder über das Internet aufgegeben werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

### Hinsichtlich des Arbeitskräfteangebots hat die Corona-Pandemie möglicherweise über ihre akute Phase hinausgewirkt und längerfristige Vernarbungen hinterlassen.

Erstens könnten die pandemiebedingten Schulschließungen und Unterbrechungen in der Aus- und Weiterbildung den Aufbau von Humankapital für die künftige Beschäftigung beeinträchtigt haben. Zweitens haben mit Blick auf die aktuelle Arbeitnehmerschaft die Eindämmungsmaßnahmen und der drastische Produktionseinbruch möglicherweise zu einem Anstieg der Arbeitslosenquoten und zu Verwerfungen in den Beziehungen zwischen

<sup>14</sup> Siehe beispielsweise K. Behrens, S. Kichko und J.-F. Thisse, [Working From Home: Too Much of a Good Thing?](#), CESifo Working Papers, Nr. 8831, 2021; S. Albanesi, A. Dias da Silva, J. F. Jimeno, A. Lamo und A. Wabitsch, [New technologies and jobs in Europe](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2831, 2023.

Unternehmen und Beschäftigten geführt sowie Fachkenntnisse und Humankapital verringert. Drittens könnten mit Covid-19 infizierte Personen weiter unter den Langzeitfolgen leiden und für einen längeren Zeitraum in ihrer Arbeitsleistung eingeschränkt sein. Gleichwohl dürften die Programme zur Arbeitsplatzsicherung und der Online-Unterricht die pandemiebedingten Auswirkungen auf das Arbeitskräfteangebot eingedämmt haben. Gegen wesentliche dauerhafte Beeinträchtigungen spricht auch, dass sich die Zahl der Arbeitskräfte im Euroraum 2023 wieder ihrem langjährigen Vorpandemietrend angenähert hat.<sup>15</sup>

### 3 Die Folgen des digitalen und ökologischen Wandels

**Der fortschreitende digitale und ökologische Wandel in der Wirtschaft steht ganz oben auf der politischen Agenda in Europa.** In die Finanzierung klimafreundlicherer Technologien und einer digitalisierten Wirtschaft fließen dabei unter anderem Mittel aus dem NGEU-Programm. Diese Entwicklung wurde durch die Coronakrise und die jüngsten Energiepreiserhöhungen noch beschleunigt. Kurz- und mittelfristig dürfte sich der Übergang zu einer ökologischeren und zugleich stärker digitalisierten Wirtschaft auf das Produktivitätswachstum im Euroraum auswirken. Überdies eröffnen die Weiterentwicklung und Ausbreitung künstlicher Intelligenz (KI) in den Euro-Ländern vielfach Chancen und bergen neue Herausforderungen in Bezug auf die Nutzung des produktivitätssteigernden Potenzials von KI. Mit dem Paket „Fit für 55“<sup>16</sup> der EU soll der ökologische Wandel vorangetrieben werden. Im Zusammenspiel mit dem jüngsten Energieschock vor dem Hintergrund des russischen Einmarschs in die Ukraine ändern sich durch das Paket die relativen Preise der verschiedenen Energievorleistungen. Wenngleich Untätigkeit stets teurer ist als der Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft, gilt es zu verstehen, wie sich diese Veränderungen auf die Produktionsentscheidungen und die Leistungsfähigkeit des Unternehmenssektors auswirken. Höhere Vorleistungskosten aufgrund steigender Energie- und CO<sub>2</sub>-Preise dürften das Produktivitätswachstum in der kurzen Frist dämpfen. Mit dem Einsatz moderner, umweltfreundlicher und digitaler Technologien könnte dieser Negativeffekt längerfristig ausgeglichen werden.

#### Der digitale Wandel

**Der digitale Wandel ist in der EU immer stärker in das Blickfeld der Politik gerückt.**<sup>17</sup> Vorangetrieben wurde die Digitalisierung auch durch die Corona-Pandemie. Darüber hinaus lässt die generative KI erkennen, welches Potenzial die

---

<sup>15</sup> Siehe W. R. Lam und A. Solovyeva, [How effective were job-retention schemes during the COVID-19 pandemic? A microsimulation approach for European countries](#), Working Paper des IWF, Nr. 2023/003, 2023; EZB, [Jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum und ihre Bestimmungsfaktoren](#), Wirtschaftsbericht 6/2023.

<sup>16</sup> „Fit für 55“ bezieht sich auf eine Reihe von Vorschlägen, die das Ziel haben, die Netto-Treibhausgasemissionen in der EU bis 2030 im Vergleich zu 1990 um mindestens 55 % zu senken.

<sup>17</sup> Verdeutlicht wird dies durch verschiedene politische Initiativen, so z. B. die [Strategie für einen digitalen Binnenmarkt](#) der EU und das Programm [Next Generation EU](#).

neuen digitalen Technologien haben, die Lebens- und Arbeitsweise der Menschen zu ändern. Was davon tatsächlich eintritt, ist allerdings noch unklar.

**Einer der Hauptgründe für das Interesse der EU am digitalen Wandel ist das produktivitätssteigernde Potenzial der Digitalisierung.** Die Digitalisierung beeinflusst über verschiedene Kanäle das Produktivitätswachstum von Unternehmen. Aus der Fachliteratur geht hervor, dass sich durch den Einsatz digitaler Technologien die Effizienz der Beschäftigten steigern lässt, da zusätzliche Aufgaben übernommen werden. Randtätigkeiten hingegen dürften nach Einführung der neuen Technologie eher ausgelagert werden.<sup>18</sup> Aus verschiedenen Studien wird zudem die Bedeutung der Digitalisierung für die Märkte ersichtlich. Digitale Technologien verhelfen Unternehmen zu schnellem Wachstum und einer großen Reichweite ohne nennenswerte physische Präsenz („scale without mass“)<sup>19</sup>, steigern durch den elektronischen Handel die Wettbewerbsfähigkeit und die Marktgröße und erleichtern den Zugang zu einer breiteren Palette importierter Waren.<sup>20</sup>

**Investitionen in digitale Technologien erhöhen die Produktivität auf Unternehmensebene.** Unternehmensdaten aus Frankreich und Österreich zeigen, dass bei Unternehmen, die mehr in digitale Technologien investierten, nach einer Anpassungsphase ein nachhaltiges und deutlich höheres Produktivitätswachstum einsetzte als bei Firmen, die weniger investierten (siehe Abbildung 7).<sup>21</sup> Auf sehr kurze Sicht bedingt die Einführung dieser neuen Technologien strukturelle Veränderungen im Produktionsprozess mit möglichen Produktivitätseinbußen. Bei den Beschäftigungsquoten zeigen sich die Veränderungen schneller als in der Produktion, weil Unternehmen mehr Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter für die neuen Aufgaben, beispielsweise in der IT, einstellen müssen. Dies erklärt das anfänglich rückläufige Wachstum der Arbeitsproduktivität und vor allem die verminderte Zunahme der totalen Faktorproduktivität (TFP) in dem Jahr, in dem die Investitionen getätigt werden.

**Allerdings ist der geschätzte Digitalisierungseffekt auf die Produktivität auf Unternehmensebene in den beiden analysierten Ländern gering** (siehe Abbildung 7). Die geschätzte Veränderung der Unternehmensproduktivität auf die Einführung digitaler Technologien zeigt, dass im Durchschnitt um 1 % höhere Investitionen in digitale Technologien nach sechs Jahren zu einer um 0,06 % gestiegenen Arbeitsproduktivität und einer um 0,007 % gestiegenen totalen Faktorproduktivität führen würden. Aus mindestens vier Gründen liegen diese Werte wahrscheinlich an der unteren Grenze der Schätzungen: a) Es handelt sich um auf

<sup>18</sup> Siehe beispielsweise P. Gal et al., [Digitalization and Productivity: In Search of the Holy Grail - Firm-level Empirical Evidence from European Countries](#), International Productivity Monitor, Centre for the Study of Living Standards, Bd. 37, 2019, S. 39-71.

<sup>19</sup> „Scale without mass“ bezieht sich auf die Möglichkeit, wesentliche Geschäftstätigkeiten auszuüben, ohne dabei physisch tatsächlich im jeweiligen Wirtschaftsraum vertreten sein zu müssen.

<sup>20</sup> Siehe beispielsweise J. Haskel und S. Westlake, *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017.

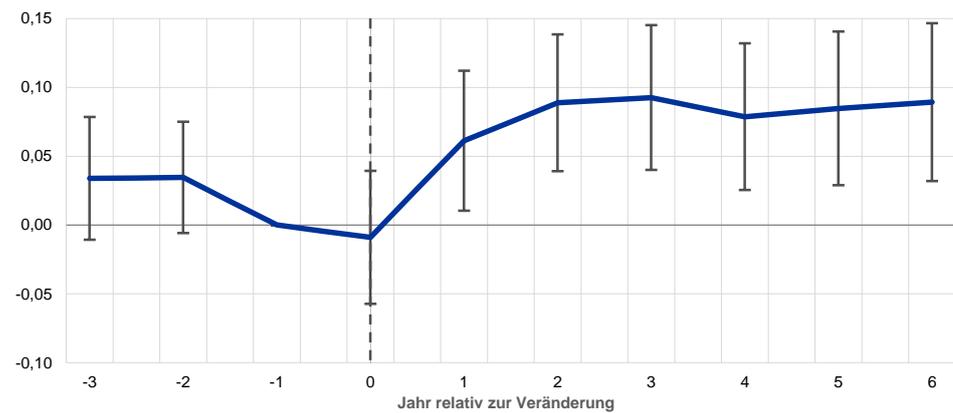
<sup>21</sup> Die Analyse basiert auf einer Ereignisstudie mit einer hohen Investition (im Bereich der obersten 10 % der Verteilung) in digitale Technologien als Ereignis. Die Spezifikation berücksichtigt zeitinvariante unbeobachtbare länder-, sektor- und unternehmensspezifische Variablen sowie branchen- und jahresfixe Effekte, um einigen der potenziell korrelierten Nachfrage- oder Angebotsschocks Rechnung zu tragen. Weitere Informationen zur Methodik finden sich in: P. Aghion, C. Antonin, S. Bunel und X. Jaravel, [What Are the Labor and Product Market Effects of Automation? New Evidence from France](#), Sciences Po publications, 2020.

Unternehmensebene geschätzte, auf Mikrodaten basierende Elastizitäten. Das heißt, Übertragungs- und allgemeine Gleichgewichtseffekte bleiben unberücksichtigt, wenngleich sie wichtig sein können, wie weiter unten erörtert wird; b) die Daten beziehen sich auf den Zeitraum vor der Einführung der neuesten KI-Generation, insbesondere einer generativen KI, die sich stärker in der Produktivität niederschlagen könnte; c) damit die Digitalisierung mit Blick auf Produktivitätsgewinne ihre volle Wirkung entfalten kann, erfordert der Einstieg in die Digitalisierung unter Umständen Investitionen in zusätzliche Qualifikationen von Beschäftigten und Führungskräften, eine geeignete Infrastruktur, angemessene rechtliche Rahmenbedingungen und immaterielle Vermögenswerte (z. B. Daten und Software); d) hinter den durchschnittlichen Auswirkungen verbergen sich unterschiedliche Folgen in den einzelnen Sektoren und in den Unternehmen desselben Sektors.

**Abbildung 7**  
Auswirkungen der Digitalisierung auf das Produktivitätswachstum auf Unternehmensebene im Zeitverlauf

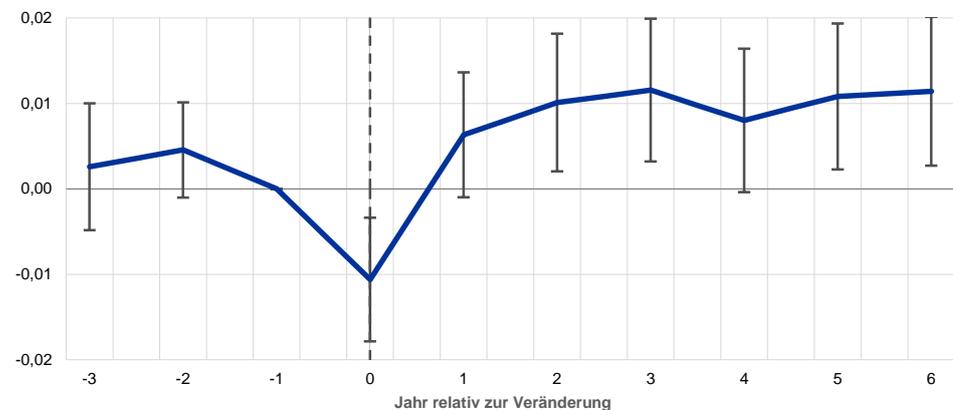
**a) Arbeitsproduktivität**

(geschätzte Semi-Elastizität)



**b) Totale Faktorproduktivität**

(geschätzte Semi-Elastizität)



Quelle: Eigene Berechnungen anhand des französischen FIBEN-Datensatzes.

Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf die Ergebnisse auf Basis französischer Unternehmensdaten, die Ergebnisse für Österreich sind indes qualitativ ähnlich. Die Abbildung veranschaulicht die durchschnittlichen Unterschiede im Produktivitätswachstum von zwei Unternehmensgruppen bis zu sechs Jahre nach der Investition. Betrachtet werden zum einen Unternehmen, die viel in die Digitalisierung investiert haben, und zum anderen solche, die weniger für die Digitalisierung aufgewendet haben. Die „Antennen“ markieren ein Konfidenzintervall von 95 %.

**Eine Analyse mithilfe von Unternehmensdaten aus 13 Ländern des Euroraums bestätigt, dass die digitalisierungsbedingten Produktivitätsgewinne je nach Sektor und Unternehmen sehr unterschiedlich ausfallen.** Den Schätzungen zufolge führt eine um 1 Prozentpunkt höhere Investitionsintensität bei der Digitalisierung in einem Sektor im Folgejahr zu einem um etwa 0,02 Prozentpunkte höheren TFP-Wachstum des durchschnittlichen Unternehmens in diesem Sektor. Somit scheinen die Auswirkungen von Investitionen in die Digitalisierung eher gering zu sein, was die bisherigen Ergebnisse aus Frankreich und Österreich bestätigt. Jedoch verbirgt sich hinter der Durchschnittsbetrachtung, wie groß die Unterschiede zwischen den Sektoren tatsächlich sind. So sind die Auswirkungen auf die Produktivität in Branchen, die sich die Digitalisierung zunutze machen können (siehe blaue und gelbe Punkte in Abbildung 8, Grafik a), 17 Mal größer als dies laut den Schätzungen sektorübergreifend im Durchschnitt der Fall ist.

**Eine höhere digitale Intensität kommt nur den produktivsten Unternehmen zugute; dies zeigt sich dort in einem Anstieg des TFP-Wachstums** (siehe Abbildung 8, Grafik b). Lediglich etwa 30 % der Unternehmen – genauer gesagt den im jeweiligen Sektor produktivsten Firmen – gelingt es, neue digitale Technologien innovativ und so einschneidend zu nutzen, dass sie im Zeitverlauf ihre Produktivität erhöhen. Diese Unternehmen verfügen jedoch bereits über hochproduktive interne Prozesse, sodass die Digitalisierung nur einen weiteren Wettbewerbsvorteil darstellt. In anderen Unternehmen wirkt sich die Digitalisierung nur unwesentlich auf die Produktivität aus.<sup>22</sup>

**Nach Berücksichtigung von Übertragungseffekten und allgemeinen Gleichgewichtseffekten können die aggregierten Auswirkungen der Digitalisierung auf das Produktivitätswachstum jedoch beträchtlich sein.** Um die Bedeutung allgemeiner Gleichgewichtseffekte zu verdeutlichen, wird ein mehrere Sektoren umfassendes dynamisch-stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell verwendet, das für die vier größten Volkswirtschaften des Eurogebiets kalibriert wurde. In diesem Modell wird die Erzeugung eines Sektors nicht nur zu Konsum- oder Investitionszwecken herangezogen, sondern auch als Vorleistung zur Erfassung von intersektoralen Verflechtungen.<sup>23</sup> Das Arbeitsproduktivitätswachstum, das sich aus dem in jedem Wirtschaftszweig in der Zeit von 1997 bis 2018 beobachteten TFP-Wachstum ergibt, wird mit einem kontrafaktischen Szenario verglichen, in dem das TFP-Wachstum in den Digitalsektoren<sup>24</sup> ab 1997 auf null gesetzt wird (also ein kontrafaktisches Szenario ohne Digitalisierung).<sup>25</sup> Aus der Untersuchung geht hervor, dass in Deutschland und

<sup>22</sup> Die Analyse erfolgt auf Basis von Orbis-Daten für 13 Länder des Euroraums im Zeitraum von 2000 bis 2019, darunter etwa 2,5 Millionen Unternehmen. Damit werden die Auswirkungen der sektorspezifischen digitalen Intensität auf das TFP-Wachstum in Unternehmen unter Berücksichtigung anderer möglicher Determinanten des Produktivitätswachstums auf Unternehmensebene geschätzt. Siehe auch R. Anderton, V. Botelho und P. Reimers, [Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2794, 2023.

<sup>23</sup> Einzelheiten zum Modell finden sich in: Deutsche Bundesbank, [Zur Bedeutung der Digitalisierung für die Entwicklung der Arbeitsproduktivität](#), Monatsbericht, 75. Jahrgang, Nr. 3, März 2023, S. 43-65.

<sup>24</sup> Zu den Digitalsektoren zählen die Wirtschaftszweige „Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen“ (NACE, Abteilung C26), „Herstellung von elektrischen Ausrüstungen“ (NACE, Abteilung C27) und „Information und Kommunikation“ (NACE, Abschnitt J).

<sup>25</sup> Zu beachten ist, dass es sich hierbei um eine sehr starke Annahme handelt, da auch andere Gründe als die Digitalisierung für das TFP-Wachstum in den Digitalsektoren verantwortlich sein könnten.

Frankreich das jeweilige Arbeitsproduktivitätswachstum ohne digitalisierungsbezogene Effizienzsteigerungen seit 1997 kumuliert rund 50 % bzw. 40 % niedriger ausgefallen wäre.<sup>26</sup> In Italien hätte die aggregierte Arbeitsproduktivität stagniert. Die Simulationsergebnisse unterstreichen insgesamt die große Wirkung des TFP-Wachstums in Digitalsektoren – als Näherungsgröße für die Digitalisierung – auf das aggregierte Arbeitsproduktivitätswachstum sowie die Bedeutung von Übertragungs- und allgemeinen Gleichgewichtseffekten.<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> Nicht ausgewiesen sind die Ergebnisse für Spanien, da das Modell in Teilen merklich von der tatsächlichen Entwicklung der Arbeitsproduktivität abweicht. Ein Grund hierfür dürfte die Tatsache sein, dass in Spanien im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der anschließenden Staatsschuldenkrise die Arbeitsproduktivität infolge des überproportional stark eingeschränkten Arbeitseinsatzes erheblich anstieg. Diese drastische Entwicklung wird jedoch nicht durch die TFP ausgelöst und kann somit von dem Modell nicht abgegriffen werden.

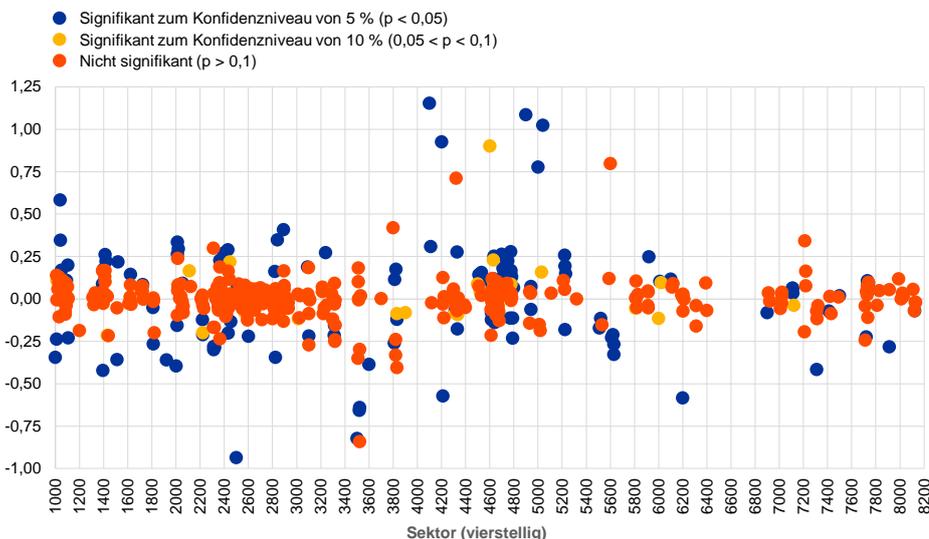
<sup>27</sup> Die auf Mikrodaten basierenden Produktivitätselastizitäten gegenüber der Digitalisierung sind weit niedriger als die im Modell implizierten Elastizitäten, da sie Marktein- und Marktaustritte sowie sektorale Übertragungs- und andere Gleichgewichtseffekte ausklammern.

## Abbildung 8

### Unterschiedliche Auswirkungen der Digitalisierung auf das sektor- und unternehmensspezifische TFP-Wachstum

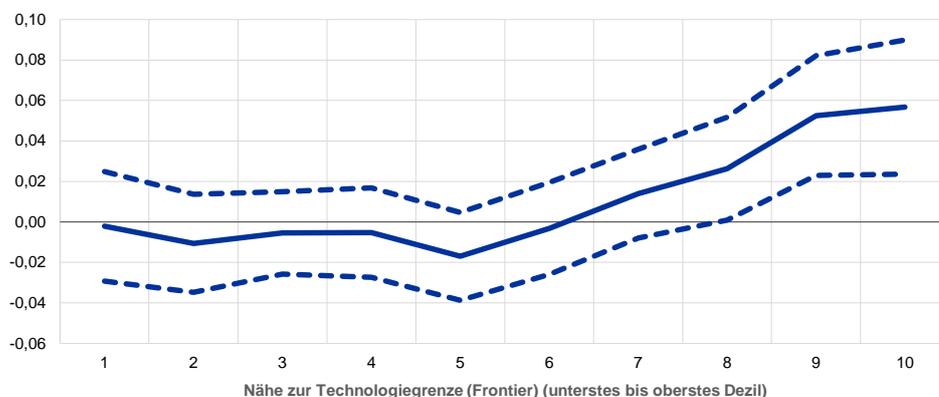
#### a) Geschätzte Auswirkungen der Digitalisierung auf das TFP-Wachstum in verschiedenen Sektoren

(in Prozentpunkten)



#### b) Geschätzte Auswirkungen der Digitalisierung auf das TFP-Wachstum in Unternehmen mit unterschiedlichem TFP-Ausgangsniveau

(in Prozentpunkten)



Quelle: Anderton et al.<sup>1)</sup>

Anmerkung: Grafik a veranschaulicht die Auswirkungen der Digitalisierung auf das sektorale TFP-Wachstum; die Sektoren sind auf der vierstelligen Ebene der Wirtschaftszweige nach NACE definiert. Grafik b zeigt die sektorspezifischen Auswirkungen der Digitalisierung auf das TFP-Wachstum in Unternehmen je nach Position des Unternehmens in der TFP-Verteilung (wobei 1 das unterste Dezil der TFP-Verteilung und 10 das oberste Dezil ist).

1) Siehe R. Anderton, V. Botelho und P. Reimers, [Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2794, 2023.

## Der ökologische Wandel

**Im Zusammenhang mit Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels im Sinne einer klimafreundlicheren Gesellschaft entstehen Transitionsrisiken.** Ziel der Maßnahmen ist eine Minderung des Kohlenstoffausstoßes. Dabei verändern sie Energie- und Industriestrukturen und wirken auf die gesamte Wirtschaft. So könnten

auf die Erzeuger fossiler Brennstoffe und auf Unternehmen mit einer hohen Emissionsintensität höhere Betriebskosten und/oder kostspieligere Investitionen in Technologien zur Emissionsreduzierung zukommen. Höhere Vorleistungspreise können überdies einen spürbaren Anstieg der Produktionskosten emissionsärmerer Firmen nach sich ziehen. In der Summe bedeutet dies, dass sich die gesamte Wirtschaft anpassen muss.

**Ein ungeordneter Übergang würde die Produktivität auf aggregierter Ebene langfristig verringern.** Klimafreundliches Kapital bedingt technologische Entwicklungen und Investitionen. Allein dies ist ein schrittweiser Prozess, der von der Verfügbarkeit von Ressourcen abhängt. Entscheidend ist daher das Tempo des Wandels. Steigen die CO<sub>2</sub>-Preise allmählich und in vorhersehbarem Rahmen („geordneter Übergang“), kann neues, grünes Kapital altes Kapital ersetzen, sobald dies abgeschrieben wurde. Bei ungewissen Investitionsbemühungen und unvorhersehbaren oder in die Zukunft verschobenen Übergangslösungen werden die CO<sub>2</sub>-Preise deutlich angehoben werden müssen, wenn CO<sub>2</sub>-Neutralität erreicht werden soll („ungeordneter Übergang“). Erhebliche Kapital-, Produktions- und Produktivitätsverluste können langfristig die Folge sein.

**Die Maßnahmen zum ökologischen Wandel zielen darauf ab, den Ausstoß von Treibhausgasen zu verringern, können aber auch Folgen für das Produktivitätswachstum auf kurze und mittlere Sicht haben.**<sup>28</sup> Die

Auswirkungen können sich über eine Vielzahl von Kanälen bemerkbar machen: Erstens kann die Umsetzung von Transitionsmaßnahmen Unternehmen in ihrer Flexibilität einschränken. Zweitens sind neue klimafreundliche Technologien möglicherweise weniger effizient als die bisher eingesetzten kohlenstoffintensiven Technologien. Drittens könnten Investitionen in klimafreundliche Technologien andere produktivitätssteigernde Investitionsformen verdrängen. Viertens kann der ökologische Wandel zu einer Reallokation der Ressourcen von emissionsintensiven hin zu emissionsärmeren Sektoren und Unternehmen führen, die sich in ihrem durchschnittlichen Produktivitätsniveau unterscheiden könnten. Fünftens könnten sich höhere Investitionsausgaben in klimafreundliche Technologien und Innovationen langfristig positiv auf das aggregierte Produktivitätswachstum auswirken. Und sechstens könnte der grüne Wandel die Qualifikationsstruktur in der Erwerbsbevölkerung verändern und somit auch das aggregierte Produktivitätswachstum beeinflussen.

**Beobachtete Veränderungen der Unternehmensproduktivität können zum Teil durch Messprobleme verursacht sein.** Bei kohlenstoffintensiven Technologien werden in den Produktivitätsberechnungen die Folgen für den Klimawandel derzeit unterschätzt. Umweltzerstörung und das gestiegene Risiko von klimabedingten Katastrophen finden so in den herkömmlichen Berechnungsmethoden kostenseitig keine Berücksichtigung. Deshalb erscheint eine klimafreundliche Technologie, bei der diese unberücksichtigten Kosten nicht entstehen, unter Umständen weniger produktiv. Auch schlägt sich ausschließlich zur Verringerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen eingesetztes Kapital nicht messbar in der Produktionsleistung nieder. Wird eine

---

<sup>28</sup> Siehe auch EZB, [Wie der Klimawandel das Produktionspotenzial beeinflusst](#), Wirtschaftsbericht 6/2023.

Verringerung der CO<sub>2</sub>-Emissionen über eine zusätzliche Maßnahme im bestehenden Produktionsprozess erreicht (z. B. durch Kohlenstoffabscheidung), werden für dieselbe gemessene Produktionsleistung definitionsgemäß mehr Kapital und mehr Vorleistungen benötigt. Eine Beurteilung der Produktivität auf Basis des BIP je Arbeitnehmer oder je geleistete Arbeitsstunde erfasst nicht die gesamten Vorteile, die der Einsatz klimafreundlicher Technologien mit sich bringt. Gerade weil diese Messgrößen das relevante kontrafaktische Szenario einer wahrscheinlichen Verschärfung klimabezogener physischer Risiken nicht berücksichtigen, wird dieser Nachteil deutlich erkennbar.

## **Maßnahmen für eine klimafreundlichere Wirtschaft, Produktivitätswachstum in Unternehmen und Innovationen**

**Als möglicher positiver Aspekt des grünen Wandels könnten höhere Investitionen in klimafreundliche Innovationen und Technologien mittel- bis langfristig das Produktivitätswachstum steigern. Dieses Phänomen wird als „Porter-Hypothese“ bezeichnet.**<sup>29</sup> Die „starke“ Version der Porter-Hypothese besagt, dass eine strengere Umweltregulierung die Gesamtproduktivität erhöht. Die „schwache“ Version beinhaltet hingegen, dass optimal gestaltete Umweltschutzbestimmungen Innovationen befördern. Nach einer dritten „engen“ Version setzen marktbasierende Maßnahmen effektivere Innovationsreize als präskriptive Maßnahmen. Zwar wurde die Gültigkeit der verschiedenen Versionen der Porter-Hypothese in zahlreichen empirischen Untersuchungen überprüft, die Ergebnisse sind aber nicht eindeutig.

**Um die Porter-Hypothese zu testen, wurden Unternehmensdaten aus sechs Euro-Ländern herangezogen. Die Ergebnisse zeigen, dass das Produktivitätswachstum von Unternehmen mit einer hohen Umweltverschmutzung abnimmt, je strenger die Umweltauflagen werden.**<sup>30</sup> Die Folgen können relativ umfassend sein: Eine um eine Standardabweichung strengere Regulierung verringert das TFP-Wachstum über einen Zeitraum von fünf Jahren um etwa ein Drittel. Allerdings unterscheiden sich die Auswirkungen je nach Art der Maßnahme. Technologieunterstützende Maßnahmen (Subventionierung klimafreundlicher Forschung und Entwicklung) wirken sich in einer Übergangsphase

---

<sup>29</sup> Siehe M. E. Porter und C. van der Linde, [Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship](#), *The Journal of Economic Perspectives*, Bd. 9, Nr. 4, 1995, S. 97-118.

<sup>30</sup> Daten für Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal im Zeitraum von 2003 bis 2019. Die dargestellten Erkenntnisse beziehen sich auf die Ergebnisse zweier Working Papers der EZB: N. Benatti, M. Groiss, P. Kelly und P. Lopez-Garcia, [Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2820, 2023; N. Benatti, M. Groiss, P. Lopez-Garcia und P. Kelly, *Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?*, (im Erscheinen). Als Grundlage für die Analyse dienen geschätzte CO<sub>2</sub>-äquivalente Emissionen auf Unternehmensebene zur Identifizierung der am stärksten von veränderten umweltpolitischen Maßnahmen betroffenen Unternehmen und folglich zur Bestimmung von Kausalzusammenhängen. Veränderungen umweltpolitischer Maßnahmen werden anhand des Environmental Policy Stringency Index (EPS) der OECD gemessen. Berücksichtigt werden dabei drei verschiedene umweltpolitische Maßnahmenpakete: marktbasierende Maßnahmen, nicht marktbasierende Maßnahmen und klimafreundliche Maßnahmen zur Förderung von Forschung und Entwicklung. Eine Vielzahl von Kontrollen für nicht beobachtete Unterschiede soll Verzerrungen durch fehlende Variablen minimieren.

nur kurzfristig nachteilig aus. Danach steigern sie das TFP-Wachstum merklich.<sup>31</sup> Marktorientierte Maßnahmen wie das Emissionshandelssystem oder Steuern haben dagegen quantitativ zwar geringe, aber anhaltend negative Auswirkungen. Nicht marktbestimmte Mechanismen wie Emissionsbegrenzungen dämpfen demgegenüber das TFP-Wachstum am stärksten über einen Zeithorizont von fünf Jahren. Verglichen mit den marktorientierten Maßnahmen könnten die negativen Folgen nicht marktbestimmter Mechanismen auf das TFP-Wachstum von ihrer eher diskretionären Beschaffenheit herrühren.<sup>32</sup>

**Strengere umweltpolitische Maßnahmen erhöhen die Zahl der klimabezogenen „grünen“ Patentanmeldungen emissionsintensiver Unternehmen** (siehe Abbildung 9, Grafik a). Zudem verdrängen mehr Investitionen in grüne Innovationen keine anderen Innovationen, wie sich am geringen Einfluss strengerer Maßnahmen auf die sonstigen nicht klimabezogenen Patentanmeldungen zeigt (siehe Abbildung 9, Grafik b). Diese Ergebnisse bestätigen die schwache Version der Porter-Hypothese, wonach strenge Umweltschutzmaßnahmen insgesamt Innovationen vorantreiben können.

**Der Untersuchung zufolge sind marktbasierende Mechanismen wie CO<sub>2</sub>-Steuern zwar notwendig, reichen aber nicht aus, um Investitionen in klimafreundliche Innovationen und das Produktivitätswachstum zu fördern.** Der ökologische Wandel verlangt außerdem mehr Anstrengungen in Bezug auf eine klimafreundliche Forschung und Entwicklung und nicht marktbestimmte Maßnahmen wie Normen und Bestimmungen. Aus Umfragen gewonnene Erkenntnisse<sup>33</sup> zeigen, dass beispielsweise auch Reputationsrisiken und Nachfragefaktoren Unternehmen zur Verbesserung ihrer Klimaleistung veranlassen.

**Die Folgen umweltpolitischer Maßnahmen für das TFP-Wachstum variieren je nach Unternehmen.** Daten von Firmen aus denselben sechs Euro-Ländern zeigen, dass bei einer Verschärfung umweltpolitischer Maßnahmen kleine Unternehmen merklich höhere TFP-Wachstumskosten zu tragen haben als große Unternehmen. Die Differenz ist den Angaben zufolge unter anderem darauf zurückzuführen, dass Großunternehmen in der Lage sind, auf die notwendigen finanziellen Ressourcen zuzugreifen, um kohlenstoffintensives Kapital erfolgreich zu ersetzen.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> Die anfangs nachteiligen Auswirkungen von Investitionen in neue Technologien und Innovationen auf das TFP-Wachstum finden sich auch im Zusammenhang mit Investitionsausgaben für digitale Technologien (siehe Abbildung 7).

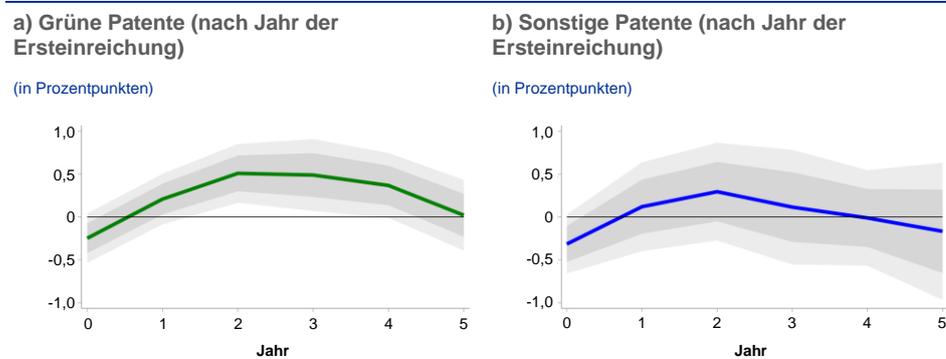
<sup>32</sup> Siehe O. Blanchard, C. Gollier und J. Tirole, [The portfolio of economic policies needed to fight climate change](#), Annual Review of Economics, Bd. 15, 2023, S. 689-722.

<sup>33</sup> Auf Grundlage einer Analyse des [Community Innovation Survey 2020](#) von Eurostat.

<sup>34</sup> Siehe N. Benatti, M. Groiss, P. Kelly und P. Lopez-Garcia, [Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2820, 2023.

## Abbildung 9

Veränderung der Zahl grüner und nicht grüner Patentanmeldungen emissionsintensiver Unternehmen nach einer Verschärfung umweltpolitischer Maßnahmen



Quelle: Benatti et al.<sup>1)</sup>

Anmerkung: Impuls-Antwort-Funktion (auf Unternehmensebene) einer positiven Veränderung des Environmental Policy Stringency Index (EPS) in Bezug auf die Anmeldung grüner Patentfamilien emissionsintensiver Unternehmen in Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal, geschätzt anhand lokaler Projektionen.<sup>35</sup> Die Daten zu den Patentanmeldungen stammen aus der Orbis-IP-Datenbank. Da nur wenige Unternehmen Patente anmelden, wurden die Patentinformationen mit den Unternehmensleistungsindikatoren von rund 100 000 Firmen-Jahr-Beobachtungen im ursprünglichen Datensatz verknüpft. Zur Einstufung patentierter Technologien in unterschiedliche Gruppen wurde die Gemeinsame Patentklassifikation herangezogen. Grüne Innovationen beziehen sich auf Technologien zur Begrenzung des Klimawandels.

1) Siehe N. Benatti, M. Groiss, P. Lopez-Garcia und P. Kelly, Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?, Working Paper Series der EZB (im Erscheinen).

## Transitionsmaßnahmen und Ressourcenreallokation

**Die klimabedingte Reallokation von Ressourcen kann das aggregierte Produktivitätswachstum ebenfalls beeinflussen.** Eine CO<sub>2</sub>-Reduktion kann durch Anreize zur Einführung klimafreundlicherer Technologien und durch eine grüne Reallokation erreicht werden, d. h. durch eine Verschiebung der Wirtschaftstätigkeit weg von den emissionsintensivsten hin zu den emissionsärmsten Unternehmen. Die Auswirkungen der grünen Reallokation auf die aggregierte Produktivität hängen von der Produktivität kohlenstoffintensiver Sektoren und Firmen im Vergleich zu klimafreundlicheren Branchen und Unternehmen ab.

**Kohlenstoffintensive Branchen sind im Schnitt vergleichsweise produktiver als grünere Sektoren.** Sektoren wie der Bergbau und Raffinerien dürften aufgrund der steigenden relativen Preise schrumpfen und eine höhere Arbeitsproduktivität aufweisen als etwa Branchen, die im Wohnungsbau zur Steigerung der Energieeffizienz beitragen und wachsen dürften. Deshalb wird die sektorübergreifende Reallokation von Produktionsfaktoren im Zuge des ökologischen Wandels auf dem derzeitigen Produktivitätsniveau automatisch die aggregierte Produktivität mindern.

**Die Effekte einer intrasektoralen Ressourcenreallokation sind weniger eindeutig und unterscheiden sich zwischen den einzelnen Sektoren.** Die Kohlenstoffintensität und die Arbeitsproduktivität auf Unternehmensebene korrelieren nicht zwangsläufig. Daher führt die Reallokation der Produktion von

<sup>35</sup> Siehe Ò. Jordà, *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*, The American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, 2005, S. 161-182.

emissionsintensiven zu emissionsarmen Unternehmen nicht notwendigerweise zu einer höheren Produktivität. Unternehmensangaben aus dem Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS) für den Zeitraum 2005-2020 zeigen, dass in den meisten Sektoren die CO<sub>2</sub>-effizientesten Unternehmen auch am produktivsten sind. Auf dem aktuellen Produktivitätsniveau der Unternehmen führt eine Reallokation der Produktion hin zu klimafreundlicheren Firmen in diesen Sektoren – unter sonst gleichen Bedingungen – zu einem höheren Arbeitsproduktivitätswachstum. Auf andere Sektoren wie Holz- und Zellstoff, Papier und Eisenmetalle trifft das Gegenteil zu; die Reallokation wirkt hier produktivitätsmindernd (siehe Abbildung 10, Grafik a).<sup>36</sup>

**Die Reallokation von Produktionsfaktoren innerhalb von Unternehmen weg von Energie kann Produktivitätsrückgänge zur Folge haben.** Aus Modellen mit dem Faktor Energie in der Produktionsfunktion geht hervor, dass höhere Energiepreise bei den Unternehmen Substitutionseffekte hervorrufen können und Energie durch verstärkten Einsatz der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit ersetzt wird. Aufgrund sinkender Grenzerträge hätte dies alles in allem eine niedrigere Produktivität und Produktion zur Folge. Aus den jüngsten Schätzungen der OECD geht ebenfalls hervor, dass ein Anstieg der Energiepreise um 5 % ein Jahr später zu einem Produktivitätsrückgang von etwa 0,4 % führt. Grund hierfür ist, dass die Kapazitätsauslastung nach unten angepasst wird.<sup>37</sup> Am stärksten betroffen sind Firmen in energieintensiven Sektoren sowie finanziell eingeschränkte Unternehmen.

---

<sup>36</sup> Transitionsmaßnahmen können sich auch durch den Marktein- und -austritt von Unternehmen auf die Ressourcenreallokation auswirken. Aus modellbasierten Analysen geht hervor, dass durch höhere CO<sub>2</sub>-Steuern die Produktivitätsschwelle für einen Markteintritt angehoben wird und die Austrittsrate zunimmt; siehe B. Chafwehe, A. Colciago und A. Priftis, Carbon Taxation, Monetary Policy and Productivity (im Erscheinen). Empirische Analysen unter Verwendung der mit EU-EHS und Orbis abgeglichenen Daten zeigen überdies, dass bei einer drastischen Erhöhung der CO<sub>2</sub>-Preise auf 150 € für alle Emissionen innerhalb des Emissionshandelssystems der EU mindestens ein Zehntel der darin erfassten Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in den wichtigsten Volkswirtschaften des Euroraums ein Verlustrisiko tragen. Dabei wird unterstellt, dass die Kohlenstoffintensität konstant bleibt und höhere CO<sub>2</sub>-Kosten nicht weitergegeben werden. Siehe G. Bijnens et al., The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 340, 2024.

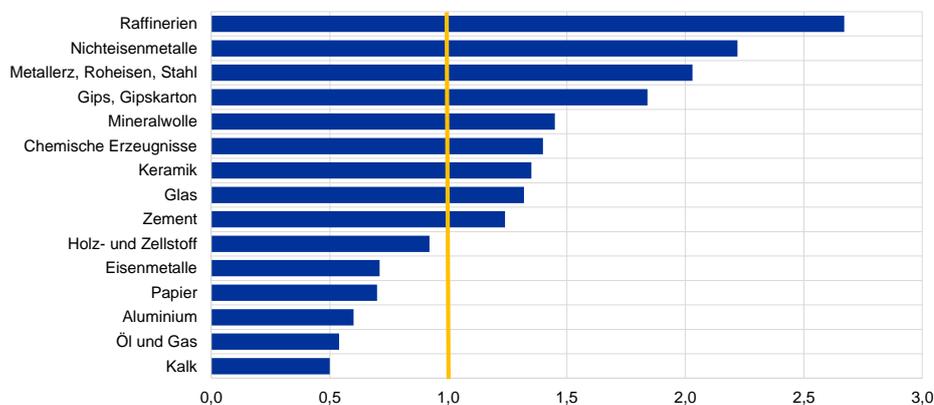
<sup>37</sup> Siehe C. André et al, [Rising energy prices and productivity: short-run pain, long-term gain?](#), Working Paper des OECD Economics Department, Nr. 1755, 2023.

## Abbildung 10

### Ressourcenreallokation und Arbeitsproduktivität

Arbeitsproduktivität der 20 % kohlenstoffeffizientesten Unternehmen verglichen mit der Arbeitsproduktivität der 20 % am wenigsten kohlenstoffeffizienten Unternehmen je Sektor

(Verhältnis)



Quelle: Eigene Berechnungen anhand von EHS-Orbis-Daten.<sup>38</sup>

Anmerkung: „Unternehmen“ bezieht sich auf Unternehmen innerhalb des EU-EHS. Sektoren, bei denen der blaue Balken über den gelben Strich hinausgeht, profitieren von einer CO<sub>2</sub>-bedingten Reallokation, da die emissionsärmsten Unternehmen am produktivsten sind. Bei den Sektoren, die die gelbe Linie nicht erreichen, kehrt sich der Effekt um.

## 4 Schlussbemerkungen: Mittelfristiges Produktivitätswachstum im Euroraum

**In den vergangenen Jahren erfasste eine Reihe von Schocks die Wirtschaft im Euroraum.** Es kam zu einem Zusammenspiel zwischen der Corona-Pandemie und dem Energieschock nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine und anderen aktuell vorherrschenden strukturellen Trends, darunter dem grünen und dem digitalen Wandel. Welche Wirkung diese Schocks insgesamt auf die mittelfristigen Produktivitätsaussichten im Euroraum haben werden, ist ungewiss und hängt vom Zeithorizont ab.

**Dank der großzügigen und raschen Stützungsmaßnahmen, die von der Politik auf nationaler und europäischer Ebene als Reaktion auf die Pandemie und die damit verbundenen Lockdown-Maßnahmen ergriffen wurden, konnten die Langzeitfolgen für private Haushalte und Unternehmen in ihrem Ausmaß und ihrer Dauer eingedämmt werden.** Wenngleich die produktivitätssteigernde Ressourcenreallokation 2020 nicht wesentlich beeinträchtigt wurde, sorgten die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen dafür, dass der Bereinigungseffekt der Pandemie gemessen an früheren Krisen geringer ausfiel.

**Die Pandemie beschleunigte die Digitalisierung der Wirtschaft, die auch mit Mitteln des NGEU-Programms gefördert wurde.** Die Digitalisierung in den Unternehmen kurbelt nachweislich das Produktivitätswachstum an. Allerdings sind die Auswirkungen der Digitalisierung auf Unternehmensebene bislang recht überschaubar. Einer der Hauptgründe hierfür ist, dass nur die wenigen

<sup>38</sup> Siehe G. Bijnens und C. Swartenbroeckx, [Carbon emissions and the untapped potential of activity reallocation: lessons from the EU ETS](#), NBB Economic Review, 2022, S. 1-28.

Unternehmen, die sich näher an der Technologiefrent (Frontier) befinden, von der Digitalisierung profitieren konnten. Die anderen müssen mehr in digitale Fertigkeiten und ergänzende immaterielle Vermögenswerte investieren, um die daraus entstehenden Produktivitätsgewinne vollständig nutzen zu können. Dieser Prozess schlägt sich erst längerfristig in aggregierten Produktivitätsgewinnen nieder.

**Der ökologische Wandel kann dem Produktivitätswachstum einen Schub verleihen, aber dies wird eine gewisse Zeit dauern.** Auf kurze bis mittlere Sicht werden sich die Unternehmen auf die durch CO<sub>2</sub>-Steuern oder geopolitische Spannungen bedingte Veränderung der relativen Preise für Vorleistungen, auf neue Grenzwerte und Standards sowie auf die Stilllegung von kohlenstoffintensivem Kapital einstellen. Dadurch werden sich zwar wie geplant die Emissionen verringern, voraussichtlich jedoch auf Kosten des Produktivitätswachstums. Auch die Reallokation der Ressourcen weg von kohlenstoffintensiven Sektoren und Unternehmen könnte sich auf kurze Sicht negativ auf die Produktivität auswirken. Strengere umweltpolitische Maßnahmen dürften indessen eine treibende Kraft für eine neue grüne Innovationswelle und neue Umwelttechnologien sein, die langfristig das Produktivitätswachstum steigern.

## Gibt es eine digitale Kluft im Zahlungsverkehr? – Eine Analyse der Bedeutung von Bargeld aus Nutzersicht

Alejandro Zamora-Pérez, Andrea Marini und Juha Honkkila

### 1 Einleitung

**Führt der kontinuierliche Digitalisierungstrend im Zahlungsverkehr zu einer Spaltung in digitale und analoge Zahlende?** Im vorliegenden Aufsatz werden mittels detaillierter Umfragedaten die Zahlungsgewohnheiten im Euroraum untersucht. Die Ergebnisse stellen zwei vorherrschende Annahmen infrage. Erstens wird die Annahme hinterfragt, dass Bargeld nur von Menschen genutzt wird, die weniger stark mit der digitalen Welt vernetzt sind. Es zeigt sich, dass die Bargeldnutzung auch bei Menschen mit Zugang zu digitalen Zahlungsmitteln weit verbreitet ist. Zweitens wird die Annahme auf den Prüfstand gestellt, dass die Digitalisierung im Zahlungsverkehr einheitlich verläuft. Es zeigt sich, dass auch Menschen mit eingeschränkterem Zugang zu digitalen Zahlungsmitteln unterschiedliche soziodemografische Merkmale aufweisen. Die Analyseergebnisse zeigen darüber hinaus, dass die Nutzung digitaler Zahlungsinstrumente nicht allein auf angebotsseitige Einschränkungen zurückzuführen ist. Dies weist auf die große Bedeutung von persönlichen Entscheidungen und Nutzungsgewohnheiten beim Bezahlen hin. Die gewonnenen Einblicke liefern differenziertere Erkenntnisse zum alltäglichen Zahlungsverhalten im digitalen Zeitalter. Die Ergebnisse stehen mit der Bargeld- und Zahlungsverkehrsstrategie des Eurosystems im Einklang, die darauf abzielt, die Verfügbarkeit und Akzeptanz von Bargeld bei gleichzeitiger Förderung digitaler Innovationen zu gewährleisten.

### 2 Fortbestand des Bargelds in einer digitalen Welt

**Bei einer differenzierteren Betrachtung der Digitalisierung des Zahlungsverkehrs über die offensichtlichen Trendentwicklungen hinaus zeigt sich, dass Bargeld trotz des zunehmenden Einsatzes digitaler Technologien weiterhin von zahlreichen Bevölkerungsgruppen genutzt wird.** Im Euroraum gibt es trotz eines hoch entwickelten Finanzsystems und einer zunehmenden Digitalisierung in den meisten Bevölkerungsgruppen viele Menschen, die für alltägliche Zahlungen Bargeld verwenden. Die Umfrageergebnisse der Studie der EZB zum Zahlungsverhalten der Verbraucher im Euroraum (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area – SPACE) liefern wertvolle Erkenntnisse darüber, wie unterschiedliche Bevölkerungsgruppen mit Bargeld umgehen.<sup>1</sup> Der SPACE-Studie zufolge ist der Anteil von Bargeldtransaktionen im stationären Handel merklich gesunken – von 79 % im Jahr 2016 auf 72 % im Jahr 2019 und weiter auf 59 % im Jahr 2022. Hinter dieser Zahl verborgen ist allerdings die Anzahl der

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), 2022.

„Mischnutzer“: Immerhin führten bis zu 74 % der Personen im Jahr 2022 mindestens eine Bargeldtransaktion durch. Dies unterstreicht die anhaltende Bedeutung von Bargeld neben digitalen Bezahlmöglichkeiten. Im Gegensatz zu anderen entwickelten Volkswirtschaften mit einer geringeren Bargeldnutzung ist der Euroraum ein eindeutiges Beispiel dafür, dass die breite Bevölkerung die greifbaren Vorteile von Bargeld wahrzunehmen scheint. Die Gründe für das Festhalten an der Bargeldnutzung im digitalen Zeitalter sind jedoch noch nicht umfassend erforscht, da sie komplex und vielschichtig sind. Sie reichen von praktischen Einschränkungen bis hin zu tief verwurzelten Gewohnheiten und Präferenzen und waren kürzlich Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen.<sup>2</sup>

**Aber wird die Bargeldnutzung im Euroraum vor allem durch den Teil der Bevölkerung erklärt, der weniger stark mit der digitalen Welt vernetzt ist, oder liegen ihr komplexere Zusammenhänge aus persönlichen Präferenzen und Gewohnheiten zugrunde?**

Im Zuge der fortschreitenden Digitalisierung ist oftmals eine digitale Kluft beim Zugang zu Technologien entstanden.<sup>3</sup> Während dieses Phänomen im Kontext des Zugangs zu Computern und Internet bereits eingehend untersucht wurde, ist dies bei Zahlungsmitteln weniger der Fall.<sup>4</sup> In der Fachliteratur werden Unterschiede bezüglich des Zugangs zur betreffenden Technologie in der Regel als erste Stufe der digitalen Kluft bezeichnet. Die zweite Stufe betrifft hingegen Unterschiede in Bezug auf digitale Kompetenzen und ähnliche Aspekte.<sup>5</sup> Der Zugang zu digitalen Zahlungen im Euroraum wird in erster Linie über Debit- und Kreditkarten oder Zahlungskonten erleichtert. Daher wird zur Beurteilung der potenziellen digitalen Kluft im Zahlungsverkehr im vorliegenden Aufsatz anstelle des Zugangs zur Digitalisierung eine engere Messgröße als in der üblichen Literatur

---

<sup>2</sup> Inzwischen wird in der Fachliteratur zunehmend untersucht, weshalb Menschen – auch außerhalb des Euroraums – trotz Finanzinnovationen an der Nutzung von Bargeld festhalten. Siehe beispielsweise F. Alvarez und D. Argente, [On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber](#), *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 137, Nr. 3, 2022, S. 1737-1789; F. Alvarez, D. Argente, R. Jiménez und F. Lippi, [Cash: A Blessing or a curse?](#), *Journal of Monetary Economics*, Bd. 125, 2022, S. 85-128; M. Brown, N. Hentschel, H. Mettler und H. Stix, [The convenience of electronic payments and consumer cash demand](#), *Journal of Monetary Economics*, Bd. 130, 2022, S. 86-102.

<sup>3</sup> Damit verbunden ist auch die Frage, welche Faktoren ganz allgemein die Vernetzung mit der digitalen Welt vorantreiben. Diese Frage wird häufig in der Literatur zur digitalen Kluft thematisiert, wobei der Fokus vor allem auf der Informations- und Kommunikationstechnologie (z. B. auf Computern und dem Internet) liegt. Hierzu gibt es umfangreiche Fachliteratur, die bis in die 1990er-Jahre zurückreicht. Ursprünglich galt die Bezeichnung „digitale Kluft“ vor allem dem unterschiedlichen Zugang zur Technologie (der ersten Stufe der digitalen Kluft). Mittlerweile wird darunter ein vielschichtiger Prozess verstanden, der nicht nur den Zugang, sondern auch die Beweggründe, Kompetenzen und die tatsächliche Nutzung umfasst. Siehe beispielsweise J. Van Dijk, [Digital Divide: Impact of Access](#), *The International Encyclopedia of Media Effects*, 2017.

<sup>4</sup> Eine nennenswerte Ausnahme stellt hier die Literatur zur finanziellen Inklusion dar, die die Ungleichheiten beim Einsatz digitaler Zahlungsinstrumente (insbesondere im Hinblick auf den Besitz eines Bankkontos und den Fokus auf Entwicklungsländer) untersucht. Allerdings werden darin Kritikern zufolge oftmals die potenziellen Vorteile von Bargeld übersehen. Die im vorliegenden Beitrag vorgenommene Analyse des Zahlungsverhaltens im Euroraum bietet eine Perspektive ohne gleichen. Sie ist zwischen der weit verbreiteten Bargeldnutzung in Entwicklungsländern und dem Trend hin zu bargeldlosen Gesellschaften in einigen Industrieländern anzusiedeln. Ein Überblick über die Forschung zur finanziellen Inklusion und die Unzulänglichkeiten der bisherigen Untersuchungen findet sich in: A. Demirgüç-Kunt, L. Klapper und D. Singer, [Financial Inclusion and Inclusive Growth: A Review of Recent Empirical Evidence](#), *Policy Research Working Papers*, Nr. 8040, Weltbankgruppe, 2017; P. Mader, [Contesting Financial Inclusion](#), *Development and Change*, Bd. 49, Nr. 2, 2018, S. 461-483.

<sup>5</sup> Neuere Untersuchungen geben Aufschluss darüber, wie sich das Finanz- und Zahlungsverhalten je nach Kompetenz und Alter unterscheidet, beschäftigen sich aber weniger damit, welche Zahlungsmittel zur Verfügung stehen. Siehe C. van der Crujisen und J. Reijerink, [Uncovering the digital payment divide: understanding the importance of cash for groups at risk](#), *Working Papers der De Nederlandsche Bank*, Nr. 781, 2023; S. Doerr, J. Frost, L. Gambacorta und H. Qiu, [Population ageing and the digital divide](#), *SUERF Policy Brief*, Nr. 270, 2022.

herangezogen. Die Untersuchung erfolgt anhand von Angaben zum Besitz von Zahlungsinstrumenten, die digitale Zahlungen ermöglichen. Speziell werden Daten zum Besitz von Kredit- und Debitkarten sowie Zahlungskonten genutzt.<sup>6</sup> Im weiteren Verlauf wird der Begriff digitale Zahlungsinstrumente konkret für diese grundlegenden digitalen Zahlungsmittel verwendet.

**Der Fokus der vorliegenden Analyse liegt auf der Bevölkerungsgruppe, die nachstehend als weniger digitalisierte Gruppe bezeichnet wird. Hierunter fallen Personen, die eigenen Angaben zufolge keine Debit- oder Kreditkarte bzw. kein Zahlungskonto besitzen.** Zur Analyse des Zahlungsverhaltens dieser Gruppe wurden repräsentative Daten aus der SPACE-Studie der EZB von 2022 herangezogen. Diese Daten basieren auf einem eintägigen Zahlungstagebuch und einem Fragebogen, die von fast 40 000 Personen aus 17 Euro-Ländern ausgefüllt wurden.<sup>7</sup> Im Wesentlichen fällt auf, dass fast ein Fünftel der Befragten angab, nicht über eines der beiden gängigen digitalen Zahlungsinstrumente zu verfügen (siehe Abbildung 1). Hochgerechnet auf die Gesamtbevölkerung der 17 Länder entspricht dies rund 40 Millionen Erwachsenen. Dies impliziert, dass der Einfluss dieser Gruppe auf den Zahlungsverkehr keineswegs vernachlässigbar ist.

---

<sup>6</sup> Die SPACE-Studie enthält Fragen zu Debit- und Kreditkarten sowie zu Zahlungskonten, allerdings ohne diese Zahlungsmittel explizit zu definieren. Im Allgemeinen zählen Prepaidkarten nicht zu Debit- und Kreditkarten. Ein Zahlungskonto bezeichnet in der Regel ein Konto, das Zahlungsvorgänge (z. B. die Einzahlung, Überweisung oder Abhebung eines Geldbetrags) ermöglicht. Beide Zahlungsmittel – Karten und Konten – dienen als Grundlage für die Nutzung anderer Arten digitaler Zahlungsmittel oder -kanäle wie Onlinezahlungen, Verknüpfungen zu Online-Zahlungsplattformen (z. B. PayPal) oder Guthabentransfers.

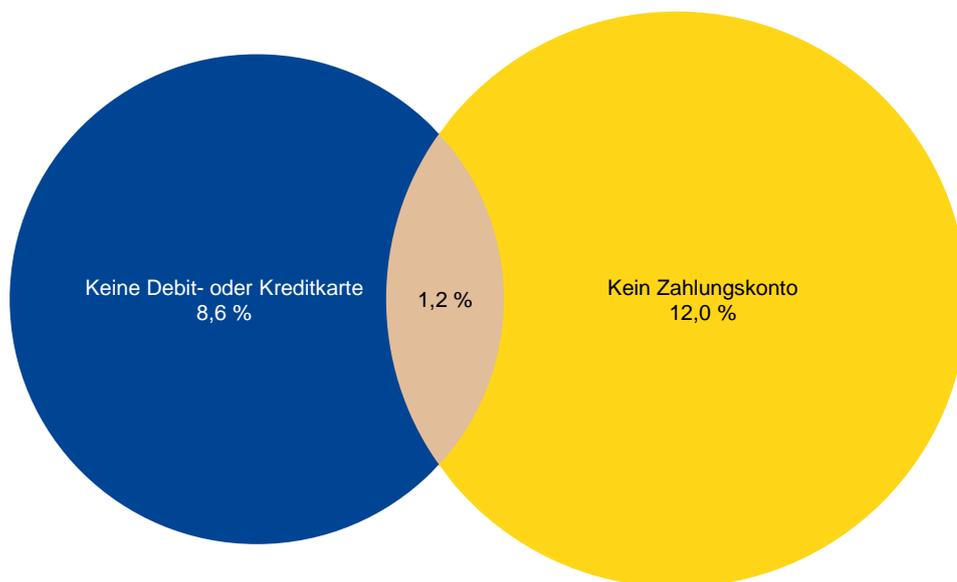
<sup>7</sup> Die SPACE-Studie umfasst den gesamten Euroraum. Allerdings stammen die Daten für Deutschland und die Niederlande aus nationalen Umfragen zum Zahlungsverhalten, weshalb sie in der vorliegenden detaillierten Analyse nicht verwendet wurden. Kroatien ist nicht enthalten, da das Land dem Euroraum erst 2023 beigetreten ist. Die Stichproben der einzelnen Länder wurden so gewählt, dass eine der Größe des betreffenden Landes entsprechende Anzahl von Transaktionen im stationären Handel erreicht wurde. Um eine repräsentative Erfassung der gesamten Bevölkerung und aller Wochentage zu gewährleisten, wurden Quoten für das Geschlecht, das Alter und den im Zahlungstagebuch vermerkten Tag eingeführt.

## Abbildung 1

### Anteil der Bevölkerung ohne gängige digitale Zahlungsmittel

Fast ein Fünftel (19,5 %) der Erwachsenen im Euroraum ohne Debit- oder Kreditkarte bzw. ohne Zahlungskonto

(Anteil an der Bevölkerung in %)



Quelle: EZB (SPACE-Studie 2022).

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf alle Länder des Euroraums außer Deutschland, Kroatien und die Niederlande. Die repräsentative Stichprobe umfasst fast 40 000 Befragte. Die Ergebnisse unterscheiden sich von Land zu Land, wobei der Anteil der Personen ohne Karten oder Zahlungskonten an der Gesamtbevölkerung in den meisten Fällen zwischen 13 % und 27 % liegt.

**Der hohe Anteil der weniger digitalisierten Gruppe hängt möglicherweise auch mit der Art der gemeldeten Daten zusammen. Diese könnten möglicherweise auch Personen enthalten, die sich nicht bewusst sind, dass sie über digitale Zahlungsmittel verfügen.** Die gemeldeten Daten beziehen sich also hauptsächlich auf Personen ohne Karten oder Zahlungskonten, könnten aber auch auf ein mangelndes Bewusstsein oder eine geringe Nutzung dieser Zahlungsmittel hindeuten. So dürften beispielsweise auch einige Personen, die zwar Zahlungskonten besitzen, diese aber selten nutzen, angegeben haben, kein Konto zu besitzen. Dass so viele Menschen der weniger digitalisierten Gruppe angehören, ist auch auf die überraschend geringe Überschneidung der Personen ohne Karte und ohne Konto zurückzuführen, d. h. den geringen Anteil derjenigen, die weder ein Konto noch eine Karte besitzen (siehe Abbildung 1).<sup>8</sup> Hierfür könnte es mehrere Gründe geben: Manche Menschen führen ihre Finanztransaktionen über andere Personen durch (z. B. wenn ihre Karten mit einem Konto eines Familienmitglieds verknüpft sind) oder nutzen alternative Zahlungskartenformen, die nicht mit einem Konto verknüpft sind (z. B. Prepaidkarten). Andere verfolgen womöglich einfach andere Finanzstrategien, die nicht den gängigen Mustern entsprechen. Beispielsweise belief sich der Anteil

<sup>8</sup> Mikrodaten der Weltbank ([Global Findex Database 2021](#)) bestätigen die geringe Überschneidung. Dabei wurden die Befragten gebeten anzugeben, ob sie ein Konto bei einer Bank oder einer anderen Art von Finanzinstitut haben oder eine Debitkarte besitzen. Den Daten der Weltbank zufolge haben rund 2 % der Bevölkerung im Euroraum weder ein Bankkonto noch eine Debitkarte (dies entspricht in etwa dem Anteil der Überschneidung in Abbildung 1). Da es möglich ist, die beiden Gruppen in der SPACE-Studie getrennt zu betrachten, lässt sich ermitteln, wie viele Personen weder eine Debit- oder Kreditkarte noch ein Zahlungskonto besitzen.

derjenigen ohne Konto, die am Tag der Befragung mit einer Karte zahlten, auf 25,9 %.

### 3 Digitale Kluft oder Vielfalt im Zahlungsverkehr?

**Im folgenden Abschnitt wird untersucht, ob tatsächlich eine deutliche Kluft bei der Verwendung von Bezahlverfahren besteht oder ob sich ein**

**differenzierteres Bild ergibt.** In der Literatur, die sich allgemein mit dem Zugang zu digitalen Technologien wie Computern und Internet beschäftigt, wird der Begriff der digitalen Kluft teils als zu starke Vereinfachung der komplexen Gegebenheiten kritisiert.<sup>9</sup> Nachfolgend wird gezeigt, dass diese Kritik auch auf den digitalen Zahlungsverkehr zutrifft. Die Auffassung, dass eine tiefe Kluft beim Besitz digitaler Zahlungsinstrumente besteht, spiegelt die Realität im Zahlungsalltag nicht umfassend wider. Es werden zuerst die Unterschiede in den Bargeldgewohnheiten und den soziodemografischen Merkmalen von Personen ohne Karten oder Zahlungskonten untersucht. Diese Analyse lässt darauf schließen, dass zwar gewisse Unterschiede bestehen, diese Unterschiede aber – wie in anderen technologischen Bereichen, in denen eine digitale Kluft herrscht – unterschiedlich stark ausgeprägt sind. Anschließend werden mögliche Gründe untersucht, warum Menschen dazu neigen könnten, kein gängiges digitales Zahlungsinstrument zu haben. Insbesondere werden Aspekte wie die physische Präsenz von Banken und das Festhalten an der Bargeldnutzung betrachtet.

#### Beurteilung von Bargeldgewohnheiten und soziodemografischen Merkmalen

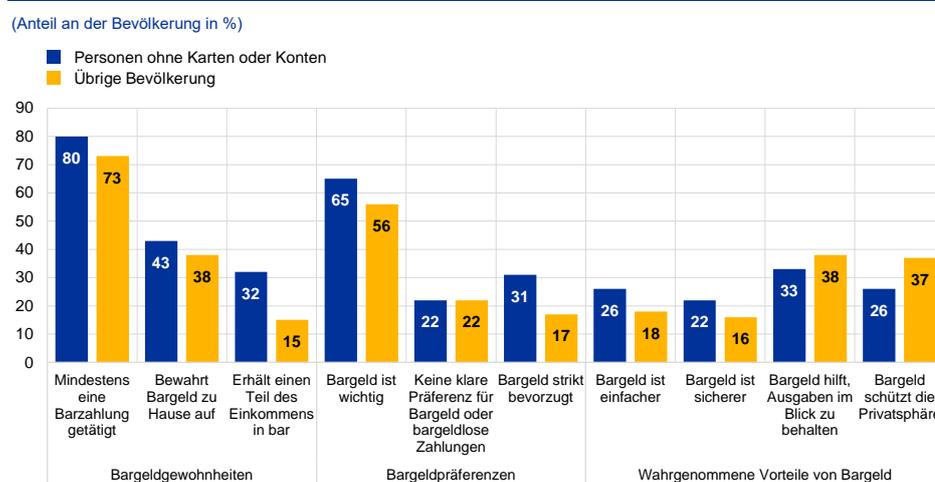
**Vergleicht man das Barzahlungsverhalten von Personen mit und ohne Karten oder Konten, so zeigt sich, dass es mehr Gemeinsamkeiten als Unterschiede gibt, wobei Personen ohne Karten oder Konten allerdings eine größere Präferenz für Bargeld haben dürften.** Eine Gegenüberstellung nennenswerter Bargeldgewohnheiten, -präferenzen und -einstellungen der beiden Gruppen findet sich in Abbildung 2. Daraus geht hervor, dass 80 % der Menschen ohne Karten oder Konten am Tag der Befragung mindestens einmal in bar zahlten, während es bei den übrigen Personen 73 % waren. Was Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel betrifft, so gaben 43 % der weniger digitalisierten Gruppe an, zu Hause Bargeld aufzubewahren, verglichen mit 38 % bei der übrigen Bevölkerung. Diese Lücke vergrößert sich für den Teil der Bevölkerung, der einen Teil seines Einkommens in bar erhält: Hier liegt der Anteil der Personen ohne Karten oder Konten bei 32 %, verglichen mit 15 % in der übrigen Bevölkerung. Mit Blick auf die Präferenz gaben

65 % der weniger digitalisierten Gruppe und 56 % der übrigen Bevölkerung an, dass Bargeld wichtig sei. Dabei fällt auf, dass der Anteil der Personen, die keine klare Präferenz für Bargeld oder bargeldlose Zahlungen haben, in beiden Gruppen gleichermaßen bei 22 % lag. Der Anteil der Personen, die Bargeld strikt bevorzugen, ist hingegen in der weniger digitalisierten Gruppe nahezu doppelt so groß (31 %) wie

<sup>9</sup> Siehe J. Van Dijk, a. a. O.

in der restlichen Bevölkerung (17 %). Was die wahrgenommenen Vorteile von Bargeld gegenüber Karten betrifft, werden die Benutzerfreundlichkeit und Sicherheit von Bargeld von der weniger digitalisierten Gruppe häufiger genannt (26 % und 22 %) als von der übrigen Bevölkerung (18 % und 16 %). Allerdings geben sie weniger häufig an, dass Bargeld ihnen dabei hilft, ihre Ausgaben im Blick zu behalten oder ihre Privatsphäre schützt, während diese Vorzüge von der Bevölkerung insgesamt am häufigsten genannt werden. Somit zeigt die weniger digitalisierte Gruppe zwar eine größere Präferenz für Bargeld (vor allem, was den Erhalt eines Teils des Einkommens und die Wahl von Bezahlverfahren betrifft), doch auch ein erheblicher Anteil der breiteren Bevölkerung nutzt in hohem Maße Bargeld.

**Abbildung 2**  
Unterschiede bei den Gewohnheiten und Präferenzen in Bezug auf Bargeld



Quelle: EZB (SPACE-Studie 2022).  
Anmerkung: Dargestellt sind die Unterschiede zwischen den Durchschnittswerten der bargeldbezogenen Variablen (ausgedrückt in Prozent) der weniger digitalisierten Gruppe und der übrigen Bevölkerung in den 17 untersuchten Ländern. Bei der Variable „mindestens eine Barzahlung getätigt“ wurden die Personen berücksichtigt, die angaben, am Tag der Befragung Zahlungen im stationären Handel getätigt zu haben.

**Es stellt sich jedoch die Frage, ob sich Personen ohne Karten oder Konten einem bestimmten demografischen Profil zuordnen lassen.** Die in Abbildung 3 dargestellte deskriptive Analyse zeigt, dass zwar keine absolute Kluft in Bezug auf die soziodemografischen Merkmale vorherrscht, aber markante Differenzen bei der finanziellen Bildung und den digitalen Kompetenzen zu beobachten sind. So beziehen 18 % der Personen ohne digitale Zahlungsinstrumente verglichen mit 31 % der übrigen Bevölkerung ein hohes Einkommen.<sup>10</sup> Das Bildungsniveau der weniger digitalisierten Gruppe ähnelt zwar mit durchschnittlich 13,4 Bildungsjahren im Großen und Ganzen dem der übrigen Bevölkerung (13,8 Bildungsjahre), jedoch ist der Anteil der Personen mit Universitätsabschluss bei der Bevölkerungsgruppe ohne Karten oder Konten geringer.<sup>11</sup> Während der Anteil der in der Stadt lebenden Personen in beiden Gruppen sehr ähnlich ist, haben jüngere Personen häufiger keine Karten oder Konten (25 % der 18- bis 30-Jährigen gegenüber 15 % der älteren Personen), was darauf hindeutet, dass die weniger digitalisierte Gruppe

<sup>10</sup> Definiert als Nettohaushaltseinkommen von mehr als 3 000 € pro Monat.

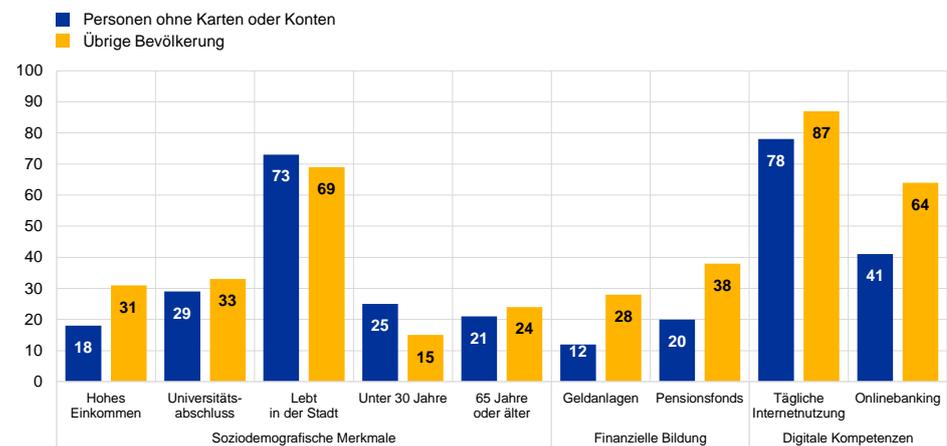
<sup>11</sup> Die Bildungsjahre werden nach dem höchsten Bildungsniveau berechnet, das die Befragten erreicht haben (Grundschule bis Promotion oder höher).

vergleichsweise jünger ist.<sup>12,13</sup> Dies könnte daran liegen, dass jüngere Menschen – oftmals Studierende oder Menschen, die am Anfang ihres Berufslebens stehen – auf familiäre Unterstützung angewiesen sind oder noch finanzielle Unabhängigkeit erlangen und deshalb noch keine eigenen digitalen Zahlungsinstrumente besitzen.<sup>14</sup> Deutlicher werden die Unterschiede bei der finanziellen Bildung: Nur 12 % der weniger digitalisierten Menschen besitzen Geldanlagen, verglichen mit 28 % der breiteren Bevölkerung. Ähnlich verhält es sich bei Pensionsfonds. Diese Tendenz zeigt sich auch bei den Näherungsgrößen für digitale Kompetenzen. Während 78 % der weniger digitalisierten Gruppe das Internet täglich nutzt, liegt der Anteil der übrigen Bevölkerung bei 87 %. Noch größer ist der Unterschied beim Onlinebanking (41 % gegenüber 64 %).

### Abbildung 3

#### Unterschiede bei den soziodemografischen Merkmalen, der finanziellen Bildung und den digitalen Kompetenzen

(Anteil an der Bevölkerung in %)



Quelle: EZB (SPACE-Studie 2022).

Anmerkung: Dargestellt sind die Unterschiede zwischen den Durchschnittswerten der demografischen Variablen (ausgedrückt in Prozent) der weniger digitalisierten Gruppe und der übrigen Bevölkerung in den 17 untersuchten Ländern. Das Einkommen bezieht sich auf das monatliche Nettohaushaltseinkommen. Städte sind definiert als Ansiedlungen von mindestens 50 000 Einwohnern.

**Dies zeigt, dass die Personen, die nach eigenen Angaben kein digitales Zahlungsinstrument (also keine Karten oder Konten) besitzen, eine vielfältige Gruppe ohne einheitliches Profil darstellen.** Sie umfasst sowohl jüngere Personen, die zumeist in der Stadt leben und im Durchschnitt mehr Bargeld verwenden, als auch Personen mit geringerer finanzieller Bildung und geringeren digitalen Kenntnissen. Die Diversität dieser Gruppe stellt die Vorstellung infrage, dass durch Digitalisierung eine homogene, marginalisierte Gruppe entsteht, und

<sup>12</sup> Dieser Unterschied könnte mit dem Erwerbsstatus jüngerer Menschen zusammenhängen, da die Wahrscheinlichkeit größer ist, dass sie noch studieren oder arbeitslos sind, weshalb sie über keine Karten oder Bankkonten verfügen.

<sup>13</sup> Städte sind hier definiert als Ansiedlungen von mindestens 50 000 Einwohnern.

<sup>14</sup> Eine andere Erklärung könnte sein, dass sich in dieser Bevölkerungsgruppe eine Abkehr von der traditionellen Nutzung von sowohl Karten als auch Konten abzeichnet. So benötigen unter 30-Jährige möglicherweise seltener eine Karte, da sie häufiger Onlinezahlungen tätigen und es genügt, nur ein Konto zu haben, um mobil bezahlen oder Transaktionen über Bezahlendienste wie PayPal durchführen zu können. Zwar sind diese Alternativen im Online-Zahlungsverkehr noch nicht vorherrschend, ihre Nutzung hat aber bereits zugenommen.

veranschaulicht, dass von einer starken digitalen Kluft keine Rede sein kann.<sup>15</sup> Im vorliegenden Aufsatz wurden bisher die durchschnittlichen Unterschiede zwischen den beiden Gruppen anhand verschiedener Faktoren untersucht. Doch diese Unterschiede erklären nicht, wie die Faktoren miteinander interagieren und inwieweit sie die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, dass Menschen keine digitalen Zahlungsinstrumente haben. So wurde zwar festgestellt, dass die weniger digitalisierte Gruppe tendenziell mehr jüngere Personen umfasst, aber daraus geht nicht hervor, ob die Personen nur aufgrund ihres Alters weniger digitalisiert sind. Jüngere Menschen haben möglicherweise nicht nur aufgrund ihres Alters kein Bankkonto, sondern auch aufgrund anderer Faktoren, die typischerweise mit der Jugend zusammenhängen, wie Bildungsniveau, Einkommen oder Erwerbsstatus. Abbildung 4 enthält eine vereinfachte Darstellung einer Regressionsanalyse, die verdeutlicht, wie diese Faktoren zusammen die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, dass eine Person zur weniger digitalisierten Gruppe zählt. Jeder Balken in der Abbildung stellt dabei die Auswirkungen eines anderen Faktors dar: Die Balken nach rechts weisen auf einen positiven Zusammenhang hin (d. h., der Faktor erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass eine Person der weniger digitalisierten Gruppe angehört, im Vergleich zur übrigen Bevölkerung), während die Balken nach links auf einen negativen Zusammenhang hinweisen. Die Analyse bestätigt und untermauert die bisherigen Ergebnisse.<sup>16</sup> Sie zeigt, dass die Nutzung von Bargeld (blaue Balken), das Leben in der Stadt, eine fehlende Beschäftigung, Jugend und ein geringeres Einkommen (gelbe Balken), eine geringe finanzielle Bildung (grüne Balken) und geringe digitale Kompetenzen (hellblaue Balken) gemeinsam Einfluss darauf haben, dass eine Person der weniger digitalisierten Gruppe zuzuordnen ist.<sup>17</sup> Gleichwohl könnten neben dieser langen Liste auch andere Faktoren eine Rolle dabei spielen, ob jemand digitale Zahlungsinstrumente besitzt. Nachfolgend werden zwei der in Abbildung 4 aufgeführten Faktoren eingehender beleuchtet: das Festhalten an Bargeldgewohnheiten und die Irrelevanz der wahrgenommenen physischen Präsenz von Banken.

---

<sup>15</sup> Während vulnerable Gruppen nachweislich stärker auf Bargeld angewiesen und weniger stark digitalisiert sind (siehe nachstehende Verweise), zeigen die Ergebnisse, dass nicht alle Bargeldnutzer oder Personen, die über kein digitales Zahlungsinstrument verfügen, einer vulnerablen Gruppe angehören. Untersuchungen zur Abhängigkeit von Bargeld in Gruppen vulnerabler Personen finden sich in: M.-C. Broekhoff, C. van der Crujisen, N. Jonker, J. Reijerink, G. Umuhire und W. Vinken, [Digitalisation of the payment system: a solution for some, a challenge for others](#), De Nederlandsche Bank, 2023; C. van der Crujisen und J. Reijerink, a. a. O.

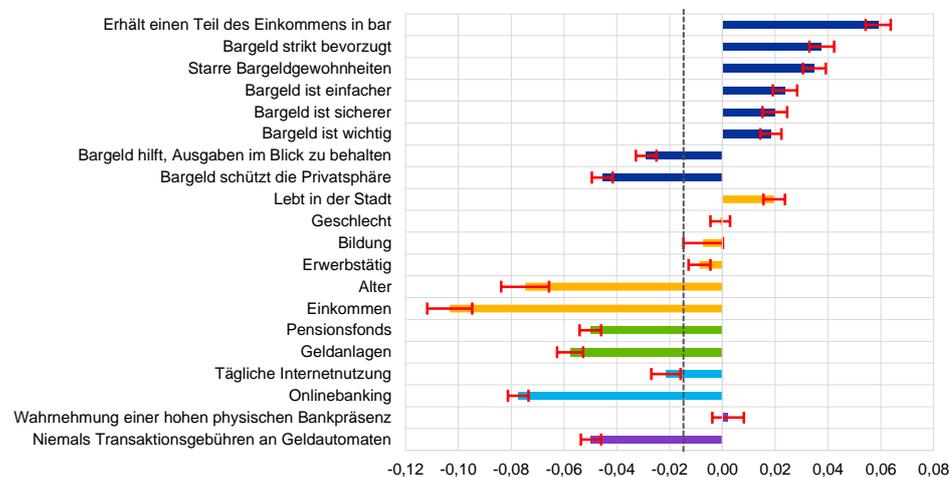
<sup>16</sup> Zur Überprüfung der Robustheit wurden parallel getrennte Analysen für die Untergruppen der Personen ohne Debit- oder Kreditkarten und ohne Bankkonten durchgeführt. Die Analyseergebnisse stehen mit den wichtigsten Ergebnissen aus Abbildung 4 im Einklang. Die geschätzten Koeffizienten weisen für die beiden getrennt untersuchten Untergruppen sowie für die weniger digitalisierte Gruppe insgesamt dieselbe Richtung und eine ähnliche Größenordnung auf. Diese Konsistenz deutet darauf hin, dass alle drei – die beiden getrennt untersuchten Untergruppen sowie die Gesamtgruppe der weniger digitalisierten Personen – ähnliche Muster aufweisen.

<sup>17</sup> Obwohl die Vorstellung, dass die Einrichtung von Zahlungskonten mit festen Kosten einhergeht, eine potenzielle Einkommensgrenze für das Halten eines Kontos nahelegt, lässt sich eine solche Grenze durch die hier vorgenommene Analyse – die auch visuelle Prüfungen und statistische Tests umfasst – nicht bestätigen. Dies deutet darauf hin, dass auch andere Faktoren als die unmittelbaren Kosten der Kontoeröffnung (darunter möglicherweise verschiedene einkommensbezogene Variablen) die Entscheidung, digitale Zahlungsinstrumente zu nutzen, beeinflussen könnten. Somit könnten die einzelnen Faktoren in einem komplexeren Zusammenhang stehen als ursprünglich angenommen.

## Abbildung 4

### Kombinierter Effekt verschiedener Variablen auf die Entscheidung, keine Karten oder Zahlungskonten zu besitzen

(standardisierte „marginale Effekte“ der Bevölkerung je Gruppe)



Quelle: EZB (SPACE-Studie 2022).

Anmerkung: Dargestellt sind die vereinfachten Ergebnisse der anhand einer Probit-Regression ermittelten marginalen Effekte, die zeigen, welche Faktoren mit einem geringeren Besitz digitaler Zahlungsinstrumente zusammenhängen. Die gestrichelte vertikale Nulllinie dient als Referenzlinie; die roten Konfidenzbalken, die diese Linie nicht überschreiten, weisen auf einen statistisch signifikanten Effekt hin. Die Schätzungen sind relativ. So deutet die negative Richtung des Faktors der Privatsphäre darauf hin, dass er von dieser Gruppe im Vergleich zur Bevölkerung insgesamt weniger stark wertgeschätzt wird. Sie weist nicht darauf hin, dass diese Gruppe die Privatsphäre überhaupt nicht schätzt. Die Ergebnisse für die kategorialen und stetigen Variablen wurden standardisiert, sodass der Einfluss aller Variablen auf die Wahrscheinlichkeit, dass Menschen nicht über gängige digitale Zahlungsinstrumente verfügen, direkt miteinander verglichen werden kann. Die Schätzungen deuten darauf hin, dass die marginalen Effekte zwar spürbar, aber nicht überproportional groß sind, was darauf hinweisen könnte, dass auch andere, nicht berücksichtigte Faktoren Einfluss darauf haben könnten, ob eine Person digitale Zahlungsinstrumente besitzt. Darüber hinaus geben diese Schätzungen keinen Aufschluss darüber, ob ein einzelner Faktor direkt dazu führt, dass eine Person keine Karte oder kein Konto besitzt. Dies gilt es zu beachten, da potenzielle Schwierigkeiten wie eine umgekehrte Kausalität (wenn unklar ist, ob A die Ursache für B ist oder B die Ursache für A) oder nicht berücksichtigte externe Faktoren die Ergebnisse beeinflussen könnten. Die Regression wurde anhand einer Stichprobe von 37 262 Personen unter Berücksichtigung robuster Standardfehler und länderspezifischer fixer Effekte berechnet.

## Bargeldgewohnheiten und Mangel an digitalen Zahlungsinstrumenten: Wirtschaftlicher Zwang oder persönliche Entscheidung?

**Ob und inwieweit die Bevölkerung im Euroraum Bargeld verwendet und über digitale Zahlungsinstrumente verfügt, hängt möglicherweise eher von persönlichen Entscheidungen und der persönlichen Situation ab als von externen Faktoren.** Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, wird Bargeld im Euroraum sowohl von Personen, die digitale Zahlungsinstrumente besitzen, als auch von Personen ohne digitale Zahlungsinstrumente stark genutzt. Dies legt nahe, dass die Präferenz für Bargeld nicht nur von der Verfügbarkeit digitaler Alternativen abhängt, sondern vielfach eine bewusste Entscheidung sein könnte. Dennoch stellt sich die Frage, inwieweit bei Personen, die keine digitalen Zahlungsinstrumente wie Karten oder Konten besitzen, auch Faktoren wie Gewohnheiten, persönliche Beschränkungen und externe Faktoren zum Tragen kommen (siehe Abbildung 4).

Bei einigen Menschen spielen beispielweise persönliche Beschränkungen wie finanzielle Bildung und digitale Kompetenzen oder ein geringeres Einkommen sicherlich eine Rolle. Dadurch lassen sich die unterschiedlichen Beweggründe der verschiedenen Bevölkerungsgruppen jedoch nicht vollständig erklären. Entgegen der

globalen Tendenzen, dass die Entfernung zum nächsten Finanzinstitut und die Dienstleistungsgebühren eine große Hürde darstellen, dürften diese Faktoren im Euroraum angesichts seines fortgeschrittenen Finanzsystems eine geringere Rolle spielen.<sup>18</sup> Aus der nachfolgenden Analyse geht hervor, dass zwei externe Faktoren – die physische Bankpräsenz und das eigenen Angaben zufolge veränderte Verhalten nach der Pandemie – nur einen begrenzten Einfluss auf die Nutzung von Bargeld und digitalen Zahlungsinstrumenten haben. Dies legt nahe, dass persönliche Entscheidungen hier von größerer Bedeutung sind.<sup>19</sup>

**Die physische Präsenz von Banken ist für Personen mit Karten oder Konten nicht wesentlich anders als für Personen ohne Karten oder Konten. Dies deutet darauf hin, dass Menschen ohne digitale Zahlungsinstrumente nicht mit größeren angebotsseitigen Einschränkungen konfrontiert zu sein scheinen.**

Die Umfragedaten liefern einen guten Näherungswert für die physische Bankpräsenz, denn sie geben Auskunft darüber, ob es einfach oder schwierig ist, eine Bankfiliale oder einen Geldautomaten zu erreichen, um Bargeld abzuheben.<sup>20</sup> Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, hat die physische Präsenz von Banken keinen statistischen Effekt auf die Entscheidung, keine Karten oder Konten zu besitzen. Anders als in weniger gut entwickelten Regionen (siehe Kasten 1) spielt die Entfernung zur nächsten Bankfiliale für die Bevölkerung im Euroraum also kaum eine Rolle, sodass persönliche Präferenzen und persönliche Beschränkungen eine größere Bedeutung haben dürften.<sup>21</sup> So ist in Abbildung 5, Grafik a nur ein geringer Unterschied zwischen den beiden Bevölkerungsgruppen erkennbar, der statistisch nicht signifikant ist. Hinzu kommt, dass keine regionalen Unterschiede festzustellen

---

<sup>18</sup> Weltweit werden die Faktoren „Geldmangel“, „Finanzdienstleistungen sind zu teuer“ und „Finanzdienstleistungen sind zu weit entfernt“ am häufigsten von Befragten als Gründe dafür genannt, weshalb sie kein Bankkonto besitzen. Siehe A. Demirgüç-Kunt, L. Klapper, D. Singer und S. Ansar, [The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19](#), Weltbankgruppe, 2021.

<sup>19</sup> Ein weiterer wichtiger externer Faktor, der in der vorliegenden Analyse nicht direkt berücksichtigt wird, ist die Frage, inwieweit Händler Bargeld und Karten akzeptieren. In der Durchschnittsbetrachtung sind keine großen Unterschiede zwischen den beiden Gruppen festzustellen. Die Bargeldakzeptanz liegt in der weniger digitalisierten Gruppe bei 97 % und in der übrigen Bevölkerung bei 96 %, die Kartenakzeptanz bei 82 % bzw. 84 %. Werden diese Variablen jedoch in eine Regression wie in Abbildung 4 einbezogen, dann scheint sich bei einer höheren Kartenakzeptanz die Wahrscheinlichkeit, dass Menschen gar kein digitales Zahlungsinstrument haben, leicht zu verringern, während die Bargeldakzeptanz statistisch keinen Effekt hat.

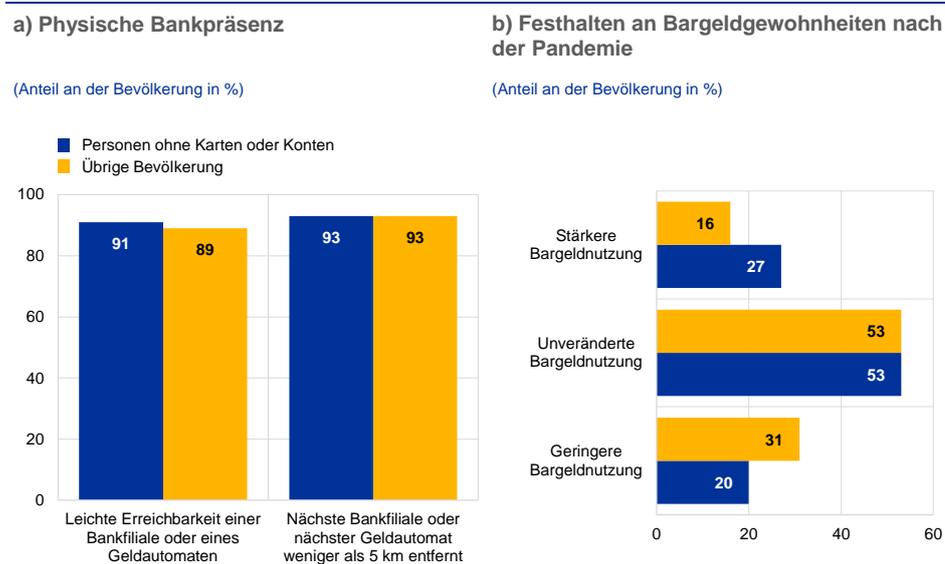
<sup>20</sup> Trotz zunehmender Onlineangebote suchen Menschen nach wie vor häufig physische Standorte von Banken auf, um Zugang zu digitalen Zahlungsmitteln zu erhalten.

<sup>21</sup> Mit Blick auf die Nutzungsintensität und die Vermeidung von Kosten bei der Bargeldversorgung zeigen sich jedoch gewisse Unterschiede. Die weniger stark digitalisierte Gruppe nutzt die Bargeldinfrastruktur tendenziell häufiger, wobei sie eine ausgeprägte Tendenz aufweist, Transaktionsgebühren im Zusammenhang mit Bargeldabhebungen zu vermeiden (siehe den letztgenannten Faktor „niemals Transaktionsgebühren an Geldautomaten“ in Abbildung 4). Es wird also versucht, direkte Kosten zu vermeiden. Dadurch entsteht aber möglicherweise an anderer Stelle ein höherer Aufwand, der weniger sichtbar ist. Hierzu gehören etwa Fahrtkosten zum Ort der Bargeldabhebung, ein höherer Zeitaufwand und der Aufwand zur Anpassung an unterschiedliche Bargeldbezugspunkte.

sind, was die durchschnittliche Abdeckung der Bevölkerung durch Filialen und Geldautomaten betrifft.<sup>22,23</sup>

### Abbildung 5

Physische Bankpräsenz und Festhalten an Bargeldgewohnheiten: Zwei Faktoren, die wenig Einfluss auf die Zugehörigkeit zur weniger digitalisierten Gruppe haben



Quellen: EZB (SPACE-Studie 2022) und Daten des Eurosystems zur Abdeckung der Bevölkerung durch Bankfilialen und Geldautomaten.

Anmerkung: In Grafik a ist links der Anteil der Bevölkerung dargestellt, der eigenen Angaben zufolge leicht eine Bankfiliale oder einen Geldautomaten erreichen kann, um Bargeld abzuheben, und rechts der Anteil der Bevölkerung, der in einer Region lebt, in der sich durchschnittlich im Umkreis von 5 km vom Wohnort eine Bankfiliale oder ein Geldautomat befindet. Grafik b zeigt den Anteil der Personen, die ihre Bargeldnutzung gegenüber dem Niveau kurz vor der Pandemie erhöht, unverändert belassen bzw. verringert haben.

**Die Hälfte der weniger digitalisierten Personen gab an, Bargeld weiterhin so stark zu nutzen wie vor der Pandemie, und fast ein Drittel verwendet nun sogar mehr Bargeld. Dies deutet darauf hin, dass an den Bargeldgewohnheiten stark festgehalten wird.** Die Pandemie störte die Zahlungsgewohnheiten der Bevölkerung erheblich und bot somit eine einzigartige Gelegenheit, zu untersuchen,

<sup>22</sup> Die Regionen sind gemäß NUTS-2-Ebene definiert. In der Analyse wurden insgesamt 111 Regionen aus den 17 untersuchten Ländern berücksichtigt. Der Abdeckungsindikator für diese Regionen gibt den durchschnittlichen Anteil der Bevölkerung an, der in einem Umkreis von 5 km (Luftlinie) Zugang zu einer Bankfiliale oder einem Geldautomaten hat. Das Eurosystem berechnet diesen Indikator sowie weitere, komplexere Messgrößen, um den Zugang zu Bargeld zu beobachten; siehe EZB, [Freiheit der Zahlungsmittelwahl: der Zugang zu Bargeld im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2022. Stärker differenzierte Messgrößen wie die Abdeckung im Umkreis von 1 km und 2 km, die mittlere Entfernung zum nächsten Bargeldbezugspunkt oder die Geldautomatendichte liefern allesamt ähnliche Ergebnisse.

<sup>23</sup> Diese Erkenntnisse sind jedoch nur eine Momentaufnahme der aktuellen Situation und lassen keine kausale Interpretation zu. Im Falle eines externen Angebotsschocks könnte ein eingeschränkter Zugang zu Bargeld die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass Menschen beginnen, digitale Zahlungsinstrumente zu nutzen. In der vorliegenden Analyse ließ sich dieser kausale Effekt mithilfe von Instrumentenvariablen isolieren, wobei die Pandemie als natürliches Experiment diente. Dabei zeigte sich, dass eine zufallsgenerierte Untergruppe von Personen, die während der Pandemie einen eingeschränkten Bargeldzugang hatte, mit höherer Wahrscheinlichkeit ihre Wahrnehmung bezüglich der physischen Bankpräsenz veränderte und infolgedessen auch teilweise verstärkt begann, digitale Zahlungsmöglichkeiten zu nutzen. Dies verdeutlicht, dass die weniger digitalisierte Gruppe – wie oben dargelegt – zwar eine ebenso große physische Bankpräsenz wahrnimmt wie die übrige Bevölkerung, sich einige Personen aber im Falle von Angebotsbeschränkungen im Privatkundenbereich (insbesondere beim Zugang zu Bargeld) gezwungen sehen könnten, häufiger auf Debit- oder Kreditkarten und Zahlungskonten zurückzugreifen.

wie Menschen bei veränderten Bedingungen ihr Verhalten anpassen. In der Regel ergeben sich Verhaltensänderungen von innen heraus und vollziehen sich allmählich und subtil. Motiviert sind sie üblicherweise durch persönliche Präferenzen, etwa wenn man beginnt, neue Zahlungsinstrumente zu verwenden, weil es in bestimmten Situationen praktisch ist. Externe (oder exogene) Schocks wie die Pandemie führen jedoch häufig zu abrupten Verhaltensänderungen. Sie stellen somit eine gute Gelegenheit dar, zu untersuchen, wieso an bestimmten Gewohnheiten festgehalten wird. Aus Abbildung 5, Grafik b geht hervor, dass die Hälfte der weniger digitalisierten Personen im physischen Zahlungsverkehr genauso oft Bargeld verwendet wie zuvor, während nahezu ein Drittel nun sogar häufiger Bargeld nutzt.<sup>24</sup> Diese Ergebnisse stehen im Gegensatz zur Entwicklung in der übrigen Bevölkerung, wo nur etwa 16 % eine erhöhte Bargeldnutzung infolge der Pandemie meldeten. Dies deutet darauf hin, dass sich das Verhalten der weniger digitalisierten Gruppe deutlich von dem der restlichen Bevölkerung unterscheidet. Dass manche Menschen auch im Falle externer Schocks weiter auf Bargeld setzen, verdeutlicht, dass die Bargeldgewohnheiten tief verwurzelt sind, und lässt Zweifel an der vorgefassten Vorstellung aufkommen, ein universeller digitaler Wandel sei unvermeidlich.

## Kasten 1

### Menschen ohne Bankzugang außerhalb des Euroraums: Sind die digitalen Besitzverhältnisse im Ausland anders?

Andrea Marini, Alejandro Zamora-Pérez und Elisabeth Beckmann

Unterscheidet sich die Nutzung von Euro-Bargeld als Fremdwährung zwischen gebietsfremden Personen mit und ohne Bankkonto? Im vorliegenden Aufsatz wurde bislang vor allem untersucht, welche Faktoren die Wahrscheinlichkeit eines weniger digitalisierten Zahlungsverhaltens im Euroraum beeinflussen. Es stellt sich die Frage, ob diese Ergebnisse in Volkswirtschaften mit anderen Finanzmarktbedingungen ebenfalls Bestand haben. Die Oesterreichische Nationalbank erhebt in ihrem [OeNB Euro Survey](#) Informationen über die Bargeldhaltung und das Sparverhalten in einer Gruppe von Ländern aus Mittel-, Ost- und Südosteuropa (MOSOE-Länder).<sup>25,26</sup> Dies ermöglicht eine vergleichende Analyse des Zahlungsverhaltens im Euroraum und in der MOSOE-

<sup>24</sup> Aktuelle Untersuchungen legen nahe, dass der stationäre Handel trotz des zunehmenden Onlinehandels auch in Zukunft relevant bleiben wird, indem er ein Erlebnis für die Sinne bietet, das sich online nicht nachbilden lässt. Außerdem besteht der Trend, auf verschiedenen Kanälen präsent zu sein, d. h., Ladengeschäfte expandieren online und Onlinegeschäfte etablieren eine physische Präsenz. Diese Entwicklungen, die vor allem in kleineren Geschäften und in Bereichen mit hoher Kundenfrequenz zu beobachten sind, positionieren Ladengeschäfte als zentrale Stellen für Kundenbindung und Einkaufserlebnisse. So könnte die in der vorliegenden Analyse dokumentierte Vielfalt der Verbraucherpräferenzen dazu beitragen, dass physische Einkaufsmöglichkeiten (und damit auch physische Zahlungen) auch in Zukunft neben dem Onlinehandel Bestand haben. Siehe F. von Briel, [The future of omnichannel retail: A four-stage Delphi study](#), *Technological Forecasting and Social Change*, Bd. 132, 2018, S. 217-229; W. Reinartz, N. Wiegand und M. Imschloss, [The impact of digital transformation on the retailing value chain](#), *International Journal of Research in Marketing*, Bd. 36, Nr. 3, 2019, S. 350-366.

<sup>25</sup> Informationen zu den Beweggründen des Haltens von Bargeld in den MOSOE-Ländern finden sich in: H. Stix, [Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions and dollarization](#), *Journal of Banking and Finance*, Bd. 37, Nr. 11, 2013, S. 4087-4106. Nähere Informationen in Bezug auf die Haltung von Euro-Bargeld finden sich in: P. Backé und E. Beckmann, [Euro adoption in CESEE: How do financial literacy and trust in institutions affect people's attitudes](#), *OeNB Focus on European Economic Integration*, Q1/2022.

<sup>26</sup> Die Stichprobe umfasst sechs EU-Mitgliedstaaten (Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, die Tschechische Republik und Ungarn) sowie vier Nicht-EU-Länder (Albanien, Bosnien und Herzegowina, Nordmazedonien und Serbien). Die Angaben beziehen sich auf das Jahr 2021, bevor Kroatien dem Euroraum beitrug, und stimmen mit den Ergebnissen der Vorjahre überein.

Region wie auch – analog zur Hauptanalyse – der Faktoren, die die Entscheidung beeinflussen, ein Bankkonto zu unterhalten.

Die Ergebnisse für die MOSOE-Länder weisen zwei wesentliche Unterschiede zu jenen für den Euroraum auf: Zum einen halten Bankkontoinhaber in den MOSOE-Ländern eher Euro-Bargeld, und zum anderen nehmen Personen mit und ohne Bankkonto in den MOSOE-Ländern den Zugang zur Bankdienstleistungen deutlich unterschiedlicher wahr, als dies im Euroraum der Fall ist. Konkret halten in den MOSOE-Ländern 30,2 % der Personen mit Bankkonten auch Euro-Bargeldreserven, verglichen mit lediglich 10,4 % der Personen ohne Bankkonten. Dies deutet darauf hin, dass Bankkontoinhaber aus dieser Region Euro-Bargeld möglicherweise als stabile Sparmöglichkeit bzw. als Absicherung gegen Schwankungen ihrer Landeswährung betrachten oder dass sie einfach einen leichteren Zugang dazu haben. Darüber hinaus haben diejenigen, die ein Bankkonto führen, tendenziell eher Verbindungen ins Ausland, sei es, weil sie von Angehörigen Überweisungen erhalten, zeitweise im Euroraum arbeiten oder Urlaubsreisen dorthin unternehmen. Im Hinblick auf die physische Präsenz von Banken bzw. die Nähe zu Bankdienstleistungen unterscheiden sich die MOSOE-Länder deutlich vom Eurogebiet. In den MOSOE-Ländern gaben zuletzt 47 % der Personen ohne Bankkonto und nur 36 % der Personen mit Bankkonto an, dass es lange dauere, die nächste Bankfiliale zu erreichen.

Eine statistische Untersuchung ähnlich der in Abbildung 4 dargestellten Analyse bestätigt, dass sich diese beiden Faktoren auf die Wahrscheinlichkeit, ein Bankkonto zu halten, auswirken. Sie zeigt zudem weitere Faktoren auf, die die Wahrscheinlichkeit, kein Bankkonto zu besitzen, in den MOSOE-Ländern beeinflussen. Ähnlich wie im Euroraum spielen auch dort soziodemografische Faktoren wie ein höheres Einkommen, eine höhere Bildung und ein höheres Alter eine Rolle. Das Vertrauen in die Finanzinstitute ist ebenfalls ein wichtiger Bestimmungsfaktor: Die Wahrscheinlichkeit, dass Menschen ein Bankkonto besitzen, steigt, wenn sie Bankeinlagen für sicher halten und ihrer nationalen Zentralbank vertrauen.

---

#### 4 Wie lässt sich der Zugang zu Bargeld angesichts des vielfältigen Zahlungsverhaltens in einer zunehmend digitalen Wirtschaft sicherstellen?

**Die oben dargelegten Ergebnisse zeichnen ein differenziertes Bild der Nutzung von Bargeld und digitalen Zahlungsinstrumenten im Euroraum. Dies stellt die Annahme einer digitalen Kluft im Zahlungsverkehr infrage.** Erstens wird Bargeld sowohl in der weniger digitalisierten Gruppe als auch in der übrigen Bevölkerung nach wie vor in hohem Maße genutzt und spielt somit auch in der zunehmend digitalen Wirtschaft weiterhin eine maßgebliche Rolle, auch wenn der Anteil der in bar getätigten Transaktionen zurückgegangen ist. Zweitens ist das demografische Profil der Personen, die keine digitalen Zahlungsinstrumente besitzen, sehr heterogen. Es handelt sich dabei nicht um eine kleine, homogene und marginalisierte Bevölkerungsgruppe, sondern um eine breite und vielfältige Gruppe. Drittens spielt die wahrgenommene physische Bankpräsenz offensichtlich keine große Rolle bei der Entscheidung, Karten oder Konten zu besitzen. Vielmehr scheint die Entscheidungsfindung von einer Reihe komplexer Gegebenheiten abzuhängen.

Wie komplex sich die Situation darstellt, zeigt sich auch daran, dass ein erheblicher Teil der Bevölkerung auch nach der Pandemie an ihren Bargeldgewohnheiten festhält.

**Alles in allem unterstreichen die gewonnenen Erkenntnisse die Vielschichtigkeit des Finanz- und Zahlungsverhaltens im Euroraum.** Deswegen ist es entscheidend anzuerkennen, wie wichtig Wahlmöglichkeiten und persönliche Umstände bei Finanz- und Zahlungsentscheidungen sind, und dass es unerlässlich ist, neben digitalen Optionen auch weiterhin den Zugang zu Bargeld sicherzustellen.

**In der sich rasch wandelnden und vielfältigen digitalen Zahlungsverkehrslandschaft ist es die Aufgabe des Eurosystems, die unterschiedlichen Zahlungspräferenzen im gesamten Euroraum zu unterstützen und zu berücksichtigen.** Dieser Ansatz trägt der Wahlfreiheit bei Finanztransaktionen Rechnung, wobei Bargeld für einen beträchtlichen Teil der Bevölkerung weiterhin eine bedeutende Rolle spielt. Um Bereiche zu identifizieren, in denen sich der Zugang möglicherweise verschlechtert, führt das Eurosystem im Rahmen seiner Bargeldstrategie regelmäßig eine Beurteilung der Bargeldleistungen und -infrastruktur durch.<sup>27</sup> Dies umfasst die Überwachung der Verteilung und Verfügbarkeit von Bankfilialen und Geldautomaten sowie die Identifizierung von abgelegenen oder unzureichend versorgten Regionen. Auch wenn dies kein Faktor ist, anhand dessen sich die weniger digitalisierte Gruppe von der übrigen Bevölkerung unterscheidet, so ist der Zugang zu Bargeld doch ein wichtiger Aspekt, der die Wahl des Zahlungsmittels beeinflussen und erhebliche Folgen für die Verbraucher haben kann.<sup>28</sup> Indem das Eurosystem gewährleistet, dass Bargeld leicht zugänglich bleibt, wird versucht, ein Sicherheitsnetz zu schaffen und diejenigen zu unterstützen, die sich – sei es aus freier Wahl oder umständehalber – für Bargeld als Zahlungsoption entscheiden.

**Die Bemühungen des Eurosystems zielen darauf ab, ein ausgewogenes Finanzökosystem zu erhalten, in dem alle Präferenzen berücksichtigt werden, statt lediglich eine fehlende digitale Anpassung auszugleichen.** Das Eurosystem ist bestrebt, digitale Innovationen im Zahlungsverkehr zu fördern und zu erleichtern. Es setzt sich aber ebenso dafür ein, dass Bargeld weiterhin eine tragfähige, effiziente und sichere Zahlungsoption bleibt.<sup>29</sup> Dieser duale Ansatz spiegelt das Verständnis wider, dass sich ein gesundes Finanzökosystem durch eine Koexistenz von digitalem Fortschritt und Bargeld auszeichnet, die beide den Bedürfnissen der Gesellschaft Rechnung tragen. Eine solche ausgewogene Perspektive ist in einer Zeit, in der sich das Finanzverhalten vielfältig gestaltet und stetig weiterentwickelt, von entscheidender Bedeutung. So lässt sich sicherstellen, dass alle Präferenzen berücksichtigt und unterstützt werden, während die Volkswirtschaften des

---

<sup>27</sup> Siehe EZB, [Bargeldstrategie des Eurosystems](#).

<sup>28</sup> Siehe Fußnote 23.

<sup>29</sup> Siehe EZB, [Reaktion des Eurosystems auf die aktuellen Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr](#), Wirtschaftsbericht 1/2024. Zu dieser Strategie gehört auch die Erörterung von Optionen für die Einführung eines digitalen Euro. Dieser soll die Wahlmöglichkeiten der Verbraucher in einem sich wandelnden Zahlungsumfeld verbessern und eine Ergänzung zum Bargeld darstellen, statt dieses zu ersetzen. Siehe EZB, [Der digitale Euro](#).

Euroraums einen komplexen und uneinheitlichen Digitalisierungsprozess durchlaufen.

## 5 Schlussbemerkungen

**Das Schlagwort der „digitalen Kluft“ impliziert eine eindeutige Spaltung der Bevölkerung in digitale und analoge Zahlende. Die vorliegende Analyse hat jedoch gezeigt, dass sich die tatsächliche Situation im Euroraum deutlich differenzierter darstellt und Bargeld neben digitalen Optionen weiterhin eine wesentliche Rolle spielt.** Viele Menschen verwenden häufig Bargeld – unabhängig davon, ob sie auch über digitale Zahlungsinstrumente verfügen. Dies deutet darauf hin, dass das Gefälle nicht so groß ist, wie oftmals suggeriert wird. Auch wenn manche Menschen mit der Digitalisierung zu kämpfen haben, wäre es ein Trugschluss zu glauben, dass alle Bargeldnutzer zwangsläufig weniger stark digitalisiert sind, nur weil einige weniger digitalisierte Gruppen auf Bargeld angewiesen sind. Diese Fehleinschätzung wird durch die Vielfalt der soziodemografischen Merkmale infrage gestellt, aus denen sich die rund 20 % der Bevölkerung zusammensetzen, die begrenzten Zugang zu mindestens einem gängigen digitalen Zahlungsinstrument haben. Vorgefasste Vorstellungen über die Einheitlichkeit dieser Bevölkerungsgruppe werden hierdurch stark infrage gestellt. Das Festhalten an Bargeldgewohnheiten selbst im Angesicht externer Schocks wie der Pandemie und der scheinbar geringe Einfluss der wahrgenommenen physischen Präsenz von Banken auf die Verfügbarkeit digitaler Zahlungsinstrumente verdeutlichen die Komplexität des Finanzverhaltens. Vor diesem Hintergrund ist das Eurosystem bestrebt, in Anerkennung der Vielfalt der persönlichen Umstände am Bargeld festzuhalten und zugleich das Zahlungsverkehrsökosystem zu verbessern. Dazu gehört auch die Erörterung von Möglichkeiten für einen digitalen Euro. Mit diesem Ansatz möchte das Eurosystem die Widerstandsfähigkeit und Diversität der Finanzlandschaft stärken und sicherstellen, dass alle Zahlungsverkehrspräferenzen im Euroraum berücksichtigt werden.

# 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
- . Daten noch nicht verfügbar
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2023	.	2,6	.	1,9	.	.	.	.	4,1	7,4	3,3	0,3	5,4
2023 Q1	1,0	0,6	0,2	1,1	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
Q2	0,6	0,5	0,0	1,0	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
Q3	0,7	1,2	-0,1	-0,8	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
Q4	.	0,8	-0,3	-0,1	.	0,0	.	.	3,2	4,2	2,9	-0,1	2,7
2023 Sept.	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
Okt.	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	5,4	6,3	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
Dez.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	4,0	.	.	2,8
Febr. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	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.

3) Beim HVPI für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung auf Basis von vorläufigen nationalen Daten sowie von Frühdaten zu den Energiepreisen.

## 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	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,2	1,0
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,5	-3,8	-1,0
2023 Q1	51,7	49,7	51,3	51,6	53,3	52,0	50,1	52,2	48,3	-1,3	-1,3	-1,2
Q2	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	51,1	54,9	48,3	-0,3	-1,4	0,8
Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	50,3	51,8	48,1	-0,7	-0,7	-0,7
Q4	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	50,2	51,3	48,8	1,4	1,3	1,6
2023 Sept.	51,0	50,2	48,5	52,1	50,9	47,2	49,8	50,7	47,6	-0,7	-0,7	-0,7
Okt.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	48,9	50,4	47,5	0,5	0,4	0,5
Nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	49,9	50,6	48,1	0,9	1,1	0,6
Dez.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,4	1,3	1,6
2024 Jan.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	.	.	.
Febr.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,4	.	.	.

Quellen: Markit (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>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2020	11 517,2	11 106,0	5 951,3	2 579,7	2 534,3	1 236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5 222,9	4 811,7
2021	12 474,8	11 979,4	6 352,2	2 737,4	2 728,4	1 390,3	761,3	570,3	161,4	495,5	6 171,6	5 676,2
2022	13 491,9	13 248,2	7 062,9	2 899,2	3 019,6	1 561,8	847,0	603,8	266,4	243,7	7 436,2	7 192,5
2022 Q4	3 457,8	3 383,6	1 828,1	742,7	774,7	398,4	219,0	155,6	38,1	74,2	1 912,7	1 838,5
2023 Q1	3 526,3	3 393,6	1 854,0	738,6	783,5	405,1	223,5	153,1	17,5	132,7	1 894,7	1 762,0
Q2	3 570,5	3 435,1	1 871,4	752,0	787,9	404,2	226,3	155,6	23,7	135,4	1 858,5	1 723,1
Q3	3 592,2	3 457,0	1 894,7	761,0	794,4	406,3	228,9	157,3	6,9	135,2	1 829,1	1 693,9
<i>In % des BIP</i>												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q1	0,1	-0,6	0,1	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,4	-1,7
Q2	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,9	0,2	1,4	-	-	-1,1	0,0
Q3	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	-0,4	0,4	0,5	-	-	-1,2	-1,2
Q4	0,0	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2023 Q1	1,3	0,6	1,4	-0,2	1,8	-1,0	5,7	3,5	-	-	2,5	1,4
Q2	0,6	0,7	0,6	0,2	1,1	-1,3	4,7	2,4	-	-	-0,6	-0,4
Q3	0,0	-0,4	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	1,8	-0,4	-	-	-3,0	-4,0
Q4	0,0	-0,4	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	1,8	-0,4	-	-	-3,0	-4,0
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
Q2	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
Q3	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
Q4	0,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
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	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2023 Q1	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,6	-	-
Q2	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
Q3	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</b>												
2020	10 378,7	175,2	2 009,2	549,4	1 807,3	546,9	486,6	1 210,9	1 203,5	2 066,4	323,2	1 138,5
2021	11 191,7	186,6	2 220,1	594,6	2 021,5	598,5	515,1	1 247,2	1 297,7	2 173,0	337,6	1 283,1
2022	12 152,7	213,1	2 456,6	655,3	2 330,1	633,2	523,6	1 304,0	1 396,7	2 269,7	370,4	1 339,2
2022 Q4	3 134,3	55,8	639,1	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 Q1	3 197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,3	344,5	364,1	581,2	96,7	328,6
Q2	3 232,5	54,4	662,9	179,1	610,7	168,4	149,2	349,1	370,9	589,5	98,2	338,0
Q3	3 245,1	55,0	652,8	180,7	612,2	169,9	151,7	352,6	373,2	597,6	99,5	347,1
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2022 Q4	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 Q1	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
Q2	0,0	0,0	-0,4	-0,8	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
Q3	-0,1	-1,0	-1,0	-0,1	0,0	1,0	0,3	0,1	0,0	0,2	1,6	-0,7
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,7	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 Q4	2,2	-3,1	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 Q1	1,7	0,3	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,3	1,9	1,8	1,7	6,7	-2,5
Q2	0,7	0,9	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,7	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
Q3	0,1	0,1	-2,8	0,7	-0,5	3,5	0,9	1,1	0,9	0,8	2,9	-0,4
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2022 Q4	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 Q1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
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	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 Q4	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
Q2	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2023	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
Q2	1,4	1,4	1,4	-2,4	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
Q3	1,3	1,2	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,1	2,4	1,3	1,7	1,4	1,2	-0,1
Q4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
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
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
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	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,7	5,8
2022 Q4	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,7	2,8	1,0	2,6
2023 Q1	1,9	2,2	0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	4,3	1,3	1,9	2,3	1,2	2,1
Q2	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
Q3	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,8	1,3	2,0	1,6	1,4	0,9
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
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	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 Q4	0,6	0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 Q1	0,3	0,5	-0,8	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,0
Q2	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,7
Q3	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	1,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 2 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- 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		51,2		48,8		
2021	165.020	3,4	12.790	7,8	3,2	10.305	6,9	2.485	16,9	6.517	7,4	6.273	8,1	2,4
2022	167.789	3,1	11.339	6,8	2,7	9.080	6,0	2.259	14,6	5.686	6,4	5.653	7,2	3,1
2023	.	.	.	6,5	.	.	.	5,7	14,4	.	6,2	.	6,9	2,9
2023 Q1	169.462	3,0	11.132	6,6	2,5	8.929	5,8	2.203	13,9	5.596	6,2	5.536	7,0	3,1
Q2	169.827	3,0	11.033	6,5	2,3	8.765	5,7	2.268	14,3	5.567	6,2	5.466	6,9	3,0
Q3	169.965	2,9	11.167	6,6	2,3	8.851	5,7	2.316	14,6	5.634	6,2	5.533	6,9	2,9
Q4	.	.	.	6,5	.	.	5,7	.	14,7	.	6,2	.	6,9	2,7
2023 Aug.	-	-	11.055	6,5	-	8.727	5,7	2.328	14,6	5.602	6,2	5.452	6,8	-
Sept.	-	-	11.126	6,5	-	8.783	5,7	2.343	14,7	5.620	6,2	5.505	6,9	-
Okt.	-	-	11.155	6,5	-	8.763	5,7	2.392	15,0	5.620	6,2	5.534	6,9	-
Nov.	-	-	11.097	6,5	-	8.782	5,7	2.315	14,6	5.625	6,2	5.472	6,8	-
Dez.	-	-	11.043	6,5	-	8.723	5,6	2.319	14,5	5.565	6,1	5.477	6,8	-
2024 Jan.	-	-	11.009	6,4	-	8.694	5,6	2.315	14,5	5.534	6,1	5.475	6,8	-

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		
	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 % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,4	10,0	-4,3
2023	-2,4	-2,1	-5,2	0,3	-1,9	-4,9	0,1	-1,7	-2,9	-0,5	-2,4	.	14,5
2023 Q1	0,3	1,1	-5,1	5,1	4,0	-6,2	0,3	-2,6	-5,4	-0,9	2,7	4,7	18,3
Q2	-1,2	-0,6	-6,0	5,4	-1,9	-7,4	0,1	-1,9	-3,3	-0,6	-1,4	3,5	22,6
Q3	-4,8	-4,6	-5,0	-5,6	-3,2	-5,9	0,5	-1,8	-1,8	-0,7	-5,2	2,8	15,4
Q4	-3,9	-4,2	-4,4	-3,1	-6,1	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	0,3	-5,2	.	4,2
2023 Aug.	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,1	-1,7	-2,4	0,1	-7,3	2,8	18,3
Sept.	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,8	-0,8	-3,4	-6,6	2,2	12,2
Okt.	-6,7	-7,1	-4,1	-9,8	-7,2	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,7	7,8
Nov.	-5,4	-6,1	-5,4	-6,7	-6,8	1,8	-1,9	-0,4	-0,7	0,5	-3,3	1,1	5,3
Dez.	1,2	1,5	-3,6	9,4	-4,0	-1,7	1,9	-0,8	-1,0	0,1	-6,2	.	-0,3
2024 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Aug.	0,6	0,2	-0,3	0,5	0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-2,4	0,2	4,6
Sept.	-1,0	-0,5	-0,4	0,2	-1,1	-1,4	0,4	-0,1	1,0	-1,1	0,6	-0,4	-0,3
Okt.	-0,7	-0,7	-0,7	-1,4	-1,2	0,6	-0,5	0,4	-0,9	1,1	0,1	-0,3	-2,3
Nov.	0,4	0,6	-0,7	0,8	1,1	1,7	-0,4	0,3	-0,1	0,3	1,8	-0,4	0,7
Dez.	2,6	7,6	-1,2	20,5	1,2	0,3	0,8	-1,1	-1,6	-1,0	-0,5	.	-1,1
2024 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

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	99,9	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2021	111,2	9,6	81,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,8	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	102,1	5,0	82,1	-21,9	5,2	-3,5	9,2	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2023	96,4	-5,6	80,3	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,2	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q1	99,2	0,3	81,4	-19,6	1,5	-0,9	8,3	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	97,1	-4,8	80,7	-17,0	-0,5	-3,8	7,3	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	94,2	-8,9	79,9	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,8	-9,0	79,4	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	89,9	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 Sept.	93,9	-8,4	-	-17,7	-5,5	-5,4	4,8	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Okt.	93,9	-8,9	79,6	-17,9	-5,1	-7,2	5,2	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	94,2	-9,2	-	-17,0	-4,1	-6,9	5,4	-	44,2	44,6	48,7	47,6
Dez.	96,4	-9,0	-	-15,1	-3,6	-5,5	8,0	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	96,1	-9,3	79,2	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,7	46,6	46,6	48,4	47,9
Febr.	95,4	-9,5	-	-15,5	-5,4	-6,7	6,0	-	46,5	46,6	50,2	49,2

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und Markit (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	
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 Q4	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,9	1,9
2023 Q1	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,5	-0,3	1,3
Q2	13,9	89,3	1,3	2,0	1,4	3,1	2,3	48,3	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
Q3	14,1	88,1	0,4	1,8	0,9	2,3	0,9	47,9	24,2	68,1	1,5	-9,9	0,6

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

3) Die Gewinnquote ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.

4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-	Ausgaben
	Ein-	Ausgaben	Saldo	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q1	1 370,7	1 338,1	32,6	733,2	689,1	319,2	295,0	277,2	278,4	41,1	75,5	35,5	30,8
Q2	1 394,9	1 327,9	67,0	723,5	664,8	325,1	290,3	302,9	288,1	43,5	84,6	25,7	21,5
Q3	1 405,1	1 328,2	76,9	718,6	644,1	327,5	294,7	317,1	305,0	41,9	84,4	28,2	17,4
Q4	1 412,8	1 329,7	83,1	738,4	642,0	331,6	283,3	300,4	320,2	42,4	84,2	52,9	34,6
2023 Juli	467,5	439,1	28,4	238,7	216,1	109,5	97,0	105,4	97,6	13,8	28,4	7,1	7,0
Aug.	470,5	443,9	26,6	241,6	214,3	108,6	98,0	106,3	103,7	14,0	28,0	7,9	5,5
Sept.	467,1	445,2	21,9	238,2	213,7	109,4	99,7	105,3	103,7	14,1	28,1	13,2	4,9
Okt.	470,1	441,4	28,7	244,4	214,9	108,5	93,6	103,4	104,4	13,7	28,4	10,8	7,8
Nov.	472,5	450,1	22,5	245,9	213,8	112,9	95,7	99,8	113,1	13,8	27,5	9,2	5,6
Dez.	470,2	438,2	31,9	248,1	213,3	110,1	94,0	97,2	102,6	14,8	28,2	32,9	21,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2023 Dez.	5 583,5	5 323,9	259,6	2 913,7	2 640,1	1 303,4	1 163,4	1 197,6	1 191,7	168,8	328,7	142,4	104,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2023 Dez.	39,5	37,6	1,8	20,6	18,7	9,2	8,2	8,5	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-	Ein-	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-	Investitions-	Konsum-		Vorleistungs-	Investitions-	Konsum-	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
												güter	güter
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 Q1	8,6	1,0	722,4	347,2	138,4	224,4	596,9	730,1	430,4	114,6	161,9	503,6	78,6
Q2	-1,9	-13,8	708,3	331,9	143,9	216,8	588,8	706,2	411,0	113,4	164,8	502,1	74,1
Q3	-5,4	-22,2	702,5	332,3	141,6	214,6	583,7	677,5	390,6	111,2	158,5	486,0	82,5
Q4	-5,3	-17,3	705,3	.	.	.	584,4	666,1	.	.	.	468,8	.
2023 Juli	-2,7	-18,1	232,9	109,5	46,3	71,4	193,0	228,7	131,7	37,8	54,0	165,4	26,6
Aug.	-3,7	-24,4	236,0	110,8	49,0	72,0	197,0	224,4	128,8	36,7	53,0	161,1	27,3
Sept.	-9,2	-23,9	233,7	112,0	46,2	71,2	193,7	224,4	130,1	36,7	51,5	159,5	28,6
Okt.	-2,4	-16,3	234,6	111,4	47,2	70,4	195,4	223,5	129,0	35,6	52,5	158,5	29,5
Nov.	-5,0	-16,9	236,3	111,4	48,3	71,5	196,7	221,3	127,4	34,6	51,8	155,1	26,6
Dez.	-8,8	-18,7	234,3	.	.	.	192,3	221,3	.	.	.	155,2	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q1	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,1	106,3	117,1	115,3	122,1	117,1	118,2	146,1
Q2	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,2	115,7	105,6	116,2	115,4	123,2	119,1	119,8	159,8
Q3	-3,9	-10,4	104,0	100,6	107,8	112,7	104,2	112,5	111,6	119,2	117,1	117,1	173,2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Juni	0,2	-7,0	105,0	101,1	108,0	115,1	105,6	112,5	112,4	117,1	116,1	116,4	164,7
Juli	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,8	103,3	115,4	114,9	121,6	119,1	119,3	169,9
Aug.	-1,8	-12,0	105,2	100,8	112,1	113,6	105,6	111,5	110,0	118,2	117,9	116,8	174,8
Sept.	-8,2	-13,5	103,7	101,0	105,3	111,7	103,9	110,7	109,9	117,9	114,4	115,1	174,9
Okt.	-1,0	-7,4	103,4	99,7	106,7	110,2	103,5	110,0	108,5	114,7	115,9	114,7	163,7
Nov.	-3,5	-9,9	104,0	99,2	107,3	113,2	104,3	109,1	107,5	107,7	114,3	112,0	162,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2023)	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2	
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 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,3	3,1	1,7	-6,0	1,3	8,1	7,3	
Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,7	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8	
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5	
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3	
2023 Sept.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,2	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2	
Okt.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,2	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6	
Nov.	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,8	0,0	-2,2	-0,1	2,5	1,5	
Dez.	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,2	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	0,5	0,2	1,2	0,4	3,0	1,9	
Febr. <sup>3)</sup>	124,4	2,6	3,1	.	3,9	0,4	0,3	-0,8	0,1	1,5	0,5	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2023)	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2
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 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
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
2023 Sept.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1
Okt.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
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	-0,2	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
Febr. <sup>3)</sup>	4,0	4,5	2,2	.	1,6	-3,7	.	.	.	.	.	.

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 <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			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 % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,1	3,3	1,8	30,6	5,8	8,1	0,5
2022	134,4	34,4	16,9	14,3	20,2	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	12,0	7,1	0,6
2023	130,3	-3,1	2,0	3,3	-0,7	5,0	8,2	8,4	5,5	-15,0	6,6	.	.
2023 Q1	136,5	10,9	9,0	9,7	8,7	7,1	14,1	17,4	8,5	11,4	10,7	0,4	-4,9
Q2	128,8	-1,3	0,9	3,5	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-12,2	7,5	-1,5	-9,9
Q3	127,8	-10,3	-0,3	0,9	-4,4	4,3	6,4	5,5	4,5	-27,9	4,8	-2,1	.
Q4	127,9	-9,7	-1,2	-0,4	-5,1	3,2	3,6	2,2	2,7	-25,2	3,7	.	.
2023 Aug.	127,8	-11,1	0,0	0,9	-4,5	4,3	6,4	5,5	4,5	-29,3	-	-	-
Sept.	128,5	-12,2	0,0	0,3	-4,7	4,0	5,4	4,3	3,9	-30,6	-	-	-
Okt.	128,7	-9,5	-1,4	-0,3	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,5	-	-	-
Nov.	128,1	-9,0	-1,4	-0,5	-5,1	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,8	-	-	-
Dez.	127,0	-10,7	-0,8	-0,5	-4,8	2,8	3,2	1,7	2,3	-27,3	-	-	-
2024 Jan.	125,9	-8,6	-1,9	-1,5	-5,8	2,1	.	.	.	-21,3	-	-	-

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	45,4	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	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 Q1	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
Q2	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2023 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,1	-14,0	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,8	-1,8	-9,6	-6,6	-3,8	-9,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,2	-9,1

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

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

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

## 3 Preise und Kosten

### 3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 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	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q1	23,8	43,3	26,0	27,3	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,2	29,8	17,9	11,9	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,6	22,1	15,3	6,6	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
Q4	3,6	18,8	17,6	9,7	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 Sept.	4,4	20,7	14,6	7,3	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Okt.	4,0	19,7	15,9	8,0	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	3,4	18,3	18,0	9,3	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dez.	3,5	18,4	18,9	11,8	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	4,4	18,6	20,2	10,2	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
Febr.	3,8	16,5	17,5	4,4	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Markt.

### 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	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2023	.	.	.	.	.	.	4,5
2023 Q1	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,3
Q2	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
Q3	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7
Q4	.	.	.	.	.	.	4,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 3 Preise und Kosten

### 3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 Q4	116,5	4,7	7,8	3,0	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 Q1	118,9	5,9	4,2	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,7	7,2	3,6	0,0
Q2	119,6	6,3	2,7	7,4	6,4	7,9	4,7	4,8	5,7	6,9	4,9	3,1
Q3	121,6	6,7	4,3	9,7	5,7	8,0	4,3	4,7	4,2	6,8	4,9	3,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
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	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 Q4	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 Q1	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	5,0	4,9	4,0	7,0	4,2	5,5
Q2	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,6	4,3	4,1	6,2	5,0	6,1
Q3	123,4	5,3	5,5	5,8	5,3	5,2	5,4	4,3	3,5	6,3	4,5	6,4
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,4	10,3
2022 Q4	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 Q1	101,8	-0,4	1,7	-1,3	-0,9	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
Q2	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,5	-1,5	-0,6	0,1	2,9
Q3	101,5	-1,3	1,2	-3,6	-0,4	-2,6	1,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	3,0
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
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	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 Q4	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 Q1	122,1	4,9	4,7	5,3	4,5	5,6	5,2	4,9	4,4	6,3	4,0	4,5
Q2	122,7	5,3	6,4	4,9	5,1	6,2	5,5	4,2	4,7	6,0	4,5	4,9
Q3	124,6	5,2	5,1	5,7	5,1	5,5	5,5	4,6	4,7	6,1	4,4	5,0
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 Q4	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,8	-2,0	0,2	1,1	4,7
2023 Q1	103,8	-0,6	1,3	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,0	0,0	-0,5	0,4	4,5
Q2	103,6	-0,9	3,7	-2,3	-1,3	-1,5	0,8	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3	2,2
Q3	103,6	-1,3	1,4	-3,4	-0,7	-2,2	1,7	-0,3	-0,9	-0,7	-0,6	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	SOFR 6	TONAR 7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
Sept.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
Okt.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dez.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 Jan.	3,90	3,87	3,92	3,89	3,61	5,32	-0,01
Febr.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01

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), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
Sept.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
Okt.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
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

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

### 4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2023 Aug.	453,9	4 296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4 457,4	32 167,4
Sept.	447,3	4 227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4 409,1	32 725,6
Okt.	430,8	4 104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4 269,4	31 381,0
Nov.	448,0	4 275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4 460,1	32 960,3
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
2023 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

Quelle: LSEG.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten		
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>				
				Bis zu 2 Jah- ren					Mehr als 2 Jahre		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2023	Febr.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,14	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
	März	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,14	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
	April	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,29	8,06	7,43	8,11	4,91	4,12	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
	Mai	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
	Juni	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,11	4,39	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
	Juli	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,54	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
	Aug.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
	Sept.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,77	16,54	8,47	7,83	8,55	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,25	3,89
	Okt.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91
	Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,97	16,66	7,27	7,90	8,54	5,56	4,88	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01
	Dez.	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,78	7,54	7,71	8,43	5,38	4,86	4,23	3,81	3,63	4,33	3,97
2024	Jan. <sup>(a)</sup>	0,38	1,67	3,20	3,15	8,15	16,79	7,99	8,02	8,72	5,39	4,80	4,10	3,67	3,52	4,15	3,87

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2023	Febr.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,10	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
	März	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22
	April	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
	Mai	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
	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	5,46	5,64	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	5,58	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	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
	Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,70	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
	Dez.	0,83	3,71	4,08	5,57	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,25
2024	Jan. <sup>(a)</sup>	0,89	3,69	3,32	5,37	5,80	5,69	5,65	5,45	5,22	4,43	5,15	5,00	4,18	5,22

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	Darunter: Zentralstaaten	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	Darunter: Zentralstaaten	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				
											FMKGs			FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2021	1 406,9	427,2	127,1	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,4	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1 372,8	467,6	143,6	51,9	94,6	667,0	621,7	481,0	182,6	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1 504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	499,1	211,3	111,7	37,9	48,8	127,4	103,9
2023 Aug.	1 513,7	593,1	141,1	51,5	99,1	680,4	647,9	518,7	230,3	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3
Sept.	1 532,6	591,9	137,4	50,7	92,1	711,3	676,2	522,4	214,0	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
Okt.	1 519,9	577,3	138,2	49,5	95,1	709,2	671,7	486,9	197,9	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
Nov.	1 529,9	590,8	134,7	48,3	95,7	708,7	667,8	479,4	187,6	120,7	40,8	45,0	126,2	100,2
Dez.	1 504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	329,6	144,0	79,4	35,8	32,2	74,0	60,6
2024 Jan.	1 497,0	604,9	131,9	45,3	86,0	674,2	641,6	520,1	211,8	121,5	37,7	43,7	143,0	121,1
<b>Langfristig</b>														
2021	19 917,7	4 181,3	3 374,5	1 341,1	1 599,0	10 762,9	9 941,9	3 16,3	67,9	83,5	33,6	23,1	141,8	128,3
2022	17 896,7	3 971,9	3 257,9	1 339,0	1 395,8	9 271,0	8 559,2	298,8	78,5	73,1	29,5	16,6	130,6	121,2
2023	19 562,9	4 497,3	3 458,4	1 347,4	1 504,1	10 103,0	9 362,8	326,7	95,9	71,6	24,5	20,6	138,6	130,1
2023 Aug.	18 814,4	4 307,2	3 367,4	1 367,8	1 427,7	9 712,0	8 989,6	206,0	52,3	47,9	12,4	8,4	97,4	93,9
Sept.	18 670,1	4 294,9	3 401,0	1 372,7	1 429,9	9 544,4	8 830,7	350,1	91,2	91,8	21,4	29,3	137,8	127,8
Okt.	18 712,2	4 341,6	3 402,3	1 374,4	1 430,8	9 537,4	8 825,0	336,1	93,4	70,7	22,0	14,4	157,6	151,4
Nov.	19 081,1	4 412,2	3 417,1	1 345,7	1 463,9	9 787,9	9 066,6	303,9	84,1	88,5	21,0	25,2	106,1	101,2
Dez.	19 562,9	4 497,3	3 458,4	1 347,4	1 504,1	10 103,0	9 362,8	215,4	69,3	59,6	16,9	17,3	69,1	67,6
2024 Jan.	19 671,5	4 577,5	3 503,4	1 351,7	1 502,9	10 087,7	9 340,0	466,9	162,9	95,8	28,9	22,5	185,7	165,0

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	Darunter: Zentralstaaten	Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2021	21 324,6	4 608,5	3 501,6	1 391,2	1 686,9	11 527,6	10 616,8	10 366,1	600,0	1 544,3	8 220,9
2022	19 269,5	4 439,5	3 401,5	1 391,0	1 490,5	9 938,0	9 180,9	8 711,0	524,9	1 351,1	6 834,3
2023	21 067,6	5 085,7	3 590,1	1 398,2	1 589,9	10 801,8	10 021,8	9 696,2	621,5	1 476,0	7 598,2
2023 Aug.	20 328,1	4 900,4	3 508,5	1 419,3	1 526,8	10 392,4	9 637,5	9 526,3	582,1	1 493,1	7 450,5
Sept.	20 202,7	4 886,8	3 538,3	1 423,4	1 522,0	10 255,7	9 506,9	9 159,1	576,0	1 424,2	7 158,4
Okt.	20 232,0	4 918,9	3 540,6	1 423,9	1 526,0	10 246,6	9 496,7	8 780,2	558,5	1 367,2	6 854,0
Nov.	20 611,0	5 003,0	3 551,8	1 394,0	1 559,6	10 496,6	9 734,4	9 397,5	611,1	1 462,0	7 323,9
Dez.	21 067,6	5 085,7	3 590,1	1 398,2	1 589,9	10 801,8	10 021,8	9 696,2	621,5	1 476,0	7 598,2
2024 Jan.	21 168,5	5 182,3	3 635,3	1 396,9	1 589,0	10 761,9	9 981,5	9 845,4	640,6	1 504,6	7 699,8
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>											
2023 Juni	5,3	10,2	4,3	4,1	0,9	4,3	5,1	-1,0	-2,4	1,6	-1,3
Juli	6,1	12,1	4,1	2,8	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3
Aug.	5,9	12,1	4,0	2,3	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sept.	6,4	11,0	5,1	4,5	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,8	-1,1
Okt.	6,1	10,6	5,1	4,5	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,6	-1,5
Nov.	5,5	10,0	3,8	0,9	2,1	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4
Dez.	5,8	11,4	3,6	0,3	1,8	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,7	-1,6
2024 Jan.	5,8	10,4	5,0	1,1	1,5	4,6	5,0	-1,4	-3,0	0,6	-1,7

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-18						EWK-41	
	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	93,6	89,4	68,1	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,5	84,2	63,4	82,5	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	.	.	.	121,8	94,7
2023 Q1	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	85,1	119,4	93,4
Q2	98,2	93,8	98,0	88,0	64,8	85,6	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	98,8	88,8	66,1	87,2	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,1	.	.	.	123,0	95,1
2023 Sept.	98,5	94,6	98,6	-	-	-	123,0	95,5
Okt.	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
Nov.	98,7	94,6	98,4	-	-	-	123,4	95,3
Dez.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,8
2024 Jan.	98,4	94,3	98,1	-	-	-	123,6	95,1
Febr.	98,1	94,1	97,9	-	-	-	123,3	94,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2024 Febr.	-0,3	-0,2	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2024 Febr.	1,1	1,1	1,1	-	-	-	3,4	1,5

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	Tschechische Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumänischer Leu 8	Schwedische Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	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 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
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
2023 Sept.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
Okt.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
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
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>										
2024 Febr.	-0,7	2,1	0,0	1,6	1,2	-0,9	-0,5	0,0	-0,3	1,0	-1,0
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>										
2024 Febr.	6,0	6,4	0,1	0,8	13,3	-8,8	-3,5	1,3	0,7	-4,5	0,7

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <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>												
2022 Q4	31 081,0	30 811,8	269,2	12 269,1	10 087,5	11 099,7	12 824,9	18,4	6 579,6	7 899,5	1 114,2	15 838,2
2023 Q1	31 597,9	31 462,3	135,6	12 277,8	10 022,2	11 332,6	13 396,9	-9,4	6 863,4	8 043,2	1 133,5	16 089,2
Q2	31 742,7	31 558,7	184,1	12 170,2	9 895,0	11 711,0	13 708,1	-34,9	6 790,7	7 955,6	1 105,7	16 057,7
Q3	31 882,7	31 556,1	326,7	12 247,4	9 999,7	11 762,3	13 707,3	-57,7	6 816,7	7 849,1	1 114,1	16 042,7
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2023 Q3	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
<b>Transaktionen</b>												
2023 Q1	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
Q2	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
Q3	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
Q4	-123,0	-264,5	141,5	-105,0	-103,6	20,1	11,4	17,3	-61,8	-172,3	6,4	-
2023 Juli	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
Aug.	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
Sept.	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
Okt.	8,4	-12,7	21,1	-47,9	-64,2	-19,3	-7,4	17,1	54,8	58,9	3,7	-
Nov.	89,5	42,3	47,2	15,4	27,9	59,1	19,7	1,2	12,4	-5,3	1,5	-
Dez.	-220,9	-294,1	73,1	-72,4	-67,3	-19,7	-0,8	-0,9	-129,0	-226,0	1,2	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2023 Dez.	389,6	58,5	331,1	-156,7	-207,9	375,5	421,6	24,4	158,9	-155,2	-12,5	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2023 Dez.	2,8	0,4	2,3	-1,1	-1,5	2,7	3,0	0,2	1,1	-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											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	8		
1	2	3	4	5								
<b>Bestände</b>												
2021	1 470,4	9 822,6	11 292,9	918,8	2 504,9	3 423,7	14 716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15 504,8
2022	1 539,5	9 763,6	11 303,1	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 249,1	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,9
2023	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16 137,0
2023 Q1	1 542,2	9 456,6	10 998,7	1 633,7	2 548,0	4 181,7	15 180,4	102,6	676,7	91,5	870,7	16 051,1
Q2	1 535,3	9 179,2	10 714,5	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 097,4	114,4	695,9	83,7	894,0	15 991,4
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	921,2	15 994,3
Q4	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16 137,0
2023 Aug.	1 534,1	9 009,3	10 543,4	1 993,8	2 485,1	4 478,9	15 022,3	122,0	699,5	83,6	905,1	15 927,4
Sept.	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	921,2	15 994,3
Okt.	1 536,1	8 869,0	10 405,1	2 169,7	2 453,3	4 622,9	15 028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15 971,3
Nov.	1 534,0	8 835,1	10 369,1	2 232,6	2 446,9	4 679,5	15 048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16 003,0
Dez.	1 536,5	8 834,3	10 370,9	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16 137,0
2024 Jan. <sup>(a)</sup>	1 533,0	8 733,0	10 265,9	2 360,6	2 446,8	4 807,4	15 073,3	182,7	750,0	86,8	1 019,5	16 092,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2021	107,7	908,1	1 015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1 006,3
2022	69,2	-46,8	22,4	428,9	55,5	484,3	506,7	3,9	2,4	76,6	82,8	589,5
2023	-4,4	-954,4	-958,8	925,6	-100,0	825,6	-133,2	40,9	93,4	25,0	159,3	26,1
2023 Q1	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
Q2	-6,9	-275,8	-282,7	226,7	-30,2	196,5	-86,2	11,9	19,2	-5,5	25,6	-60,6
Q3	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,0	18,2	-8,7	25,5	-5,0
Q4	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,5	56,0	149,6
2023 Aug.	-0,4	-82,6	-83,0	75,9	-21,7	54,2	-28,8	-0,1	4,8	4,3	8,9	-19,9
Sept.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-7,9	15,4	58,6
Okt.	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5
Nov.	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2
Dez.	2,5	12,5	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8
2024 Jan. <sup>(a)</sup>	-3,0	-106,3	-109,3	48,1	-11,8	36,3	-73,0	-1,7	10,9	21,2	30,3	-42,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,0	22,4	0,5
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Q4	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 Aug.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	160,2	20,3	-1,3
Sept.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
Okt.	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0
Nov.	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9
Dez.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2024 Jan. <sup>(a)</sup>	-0,5	-9,9	-8,6	62,3	-4,3	19,8	-1,1	24,8	17,6	72,5	22,5	0,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 087,9	5 380,8	374,1	2 332,3	0,7	1 272,8	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,4	497,6	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,0	236,9	560,8
2023	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,7	541,7
2023 Q1	3 332,6	2 595,7	595,6	132,6	8,6	8 377,5	5 433,2	566,2	2 377,1	0,9	1 227,4	230,5	572,9
Q2	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,3	229,1	564,9
Q3	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,5	5 206,0	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,7
Q4	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,7	541,7
2023 Aug.	3 314,9	2 452,4	719,7	132,1	10,8	8 360,0	5 238,0	804,5	2 316,7	0,8	1 157,2	217,5	560,6
Sept.	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,5	5 206,0	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,7
Okt.	3 326,5	2 413,8	768,5	131,4	12,9	8 346,7	5 150,1	909,6	2 286,3	0,7	1 205,6	210,4	547,0
Nov.	3 326,0	2 405,1	772,6	132,0	16,4	8 365,1	5 115,5	969,9	2 278,8	0,8	1 225,4	223,3	536,3
Dez.	3 335,1	2 423,9	767,6	131,6	12,1	8 425,6	5 111,6	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,2	234,7	541,7
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	3 327,8	2 384,5	803,7	128,4	11,2	8 436,5	5 080,7	1 071,7	2 283,1	1,1	1 210,7	221,8	526,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,3	-89,7	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,4	8,2	14,0
2023	-28,8	-302,6	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,3	-0,6	-25,9
2023 Q1	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
Q2	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-10,7
Q3	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	0,6
Q4	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 Aug.	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-22,9	0,6	-4,2
Sept.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
Okt.	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
Nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
Dez.	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,3	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-8,6	-40,8	35,2	-3,2	0,2	9,5	-31,8	49,6	-7,9	-0,3	-43,8	-13,2	-15,5
<b>Wachstumsraten</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	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	-0,2	-4,6
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,1
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
Q3	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-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	-0,2	-4,6
2023 Aug.	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,5
Sept.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Okt.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,1	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov.	-1,9	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,1	-4,3	-18,6	-8,4	-9,1	-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	-0,2	-4,6
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-1,0	-11,2	49,9	-3,1	58,3	0,3	-8,3	121,4	-4,3	39,2	-5,4	-4,8	-6,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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			
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2021	6 531,5	994,3	5 535,3	14 805,8	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 577,2	888,1
2022	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,2	6 632,2	1 079,3	147,6	1 563,7	836,3
2023	6 315,4	994,7	5 295,4	15 491,8	13 035,4	13 262,2	5 126,8	6 647,3	1 122,4	139,0	1 559,0	897,4
2023 Q1	6 353,2	995,3	5 333,0	15 426,3	13 019,5	13 214,7	5 136,0	6 665,6	1 076,5	141,4	1 556,9	849,9
Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
Q3	6 212,1	989,2	5 197,9	15 429,0	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,3	137,2	1 576,9	874,6
Q4	6 315,4	994,7	5 295,4	15 491,8	13 035,4	13 262,2	5 126,8	6 647,3	1 122,4	139,0	1 559,0	897,4
2023 Aug.	6 257,7	987,3	5 245,3	15 414,5	12 963,8	13 186,6	5 119,9	6 632,8	1 079,9	131,2	1 573,7	877,1
Sept.	6 212,1	989,2	5 197,9	15 429,0	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,3	137,2	1 576,9	874,6
Okt.	6 197,1	987,3	5 184,7	15 452,2	13 008,9	13 224,5	5 112,9	6 641,8	1 119,1	135,1	1 563,0	880,3
Nov.	6 226,6	986,0	5 215,4	15 471,8	13 033,9	13 243,3	5 118,2	6 652,6	1 129,0	134,1	1 560,0	877,9
Dez.	6 315,4	994,7	5 295,4	15 491,8	13 035,4	13 262,2	5 126,8	6 647,3	1 122,4	139,0	1 559,0	897,4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	6 248,4	984,1	5 238,8	15 495,3	13 001,0	13 245,1	5 110,7	6 634,0	1 124,7	131,6	1 584,3	909,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,5	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	-6,4
2023	-160,8	-16,6	-144,4	55,4	23,4	70,0	-5,5	6,3	30,7	-8,1	-13,8	45,8
2023 Q1	-72,9	-17,4	-55,3	2,5	3,7	7,5	-2,1	14,9	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
Q2	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-0,9	-5,1	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
Q3	-18,4	1,6	-19,6	8,1	-0,1	-11,6	-8,4	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
Q4	5,6	7,8	-2,5	44,0	51,7	75,0	10,2	18,5	20,9	2,2	-24,1	16,3
2023 Aug.	14,8	2,4	12,8	-23,6	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,2	-4,3	0,3	0,3
Sept.	1,0	1,6	-0,6	16,7	13,0	7,9	-5,2	2,2	10,1	6,0	4,2	-0,5
Okt.	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,3	2,7	10,0	26,3	-1,8	-12,9	8,2
Nov.	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,7	-3,9	11,5	12,5	-0,8	-6,9	-7,5
Dez.	36,3	9,0	27,2	6,7	-4,6	14,0	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,3	15,6
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-45,2	-8,4	-37,0	7,1	-29,2	-12,2	-13,5	-12,5	4,2	-7,4	27,7	8,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
Q3	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4
2023 Aug.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
Sept.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Okt.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
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	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-2,5	-1,0	-2,8	0,4	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	2,9	-10,4	1,3	6,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>					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	889,0	1 005,2	2 970,7	6 372,6	6 638,3	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 131,2	5 137,8	967,2	1 078,9	3 085,1	6 632,2	6 833,5	717,3	5 214,7	700,2
2023	5 126,8	5 150,4	914,0	1 091,1	3 121,7	6 647,3	6 865,2	733,5	5 227,8	685,9
2023 Q1	5 136,0	5 147,9	940,7	1 092,7	3 102,6	6 665,6	6 868,6	723,7	5 236,0	705,9
Q2	5 126,9	5 144,8	924,2	1 088,2	3 114,6	6 634,3	6 867,2	726,0	5 207,9	700,4
Q3	5 114,6	5 130,9	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 865,0	731,6	5 210,5	691,4
Q4	5 126,8	5 150,4	914,0	1 091,1	3 121,7	6 647,3	6 865,2	733,5	5 227,8	685,9
2023 Aug.	5 119,9	5 125,4	901,9	1 085,1	3 132,9	6 632,8	6 865,0	729,9	5 209,0	693,9
Sept.	5 114,6	5 130,9	902,8	1 085,4	3 126,5	6 633,5	6 865,0	731,6	5 210,5	691,4
Okt.	5 112,9	5 128,3	897,4	1 087,7	3 127,8	6 641,8	6 865,0	731,1	5 222,8	688,0
Nov.	5 118,2	5 137,3	902,1	1 087,5	3 128,6	6 652,6	6 866,7	732,1	5 231,6	688,9
Dez.	5 126,8	5 150,4	914,0	1 091,1	3 121,7	6 647,3	6 865,2	733,5	5 227,8	685,9
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	5 110,7	5 135,8	894,1	1 092,8	3 123,8	6 634,0	6 870,2	734,6	5 215,3	684,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,5	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	308,9	78,6	77,7	113,5	242,0	250,5	22,7	218,5	0,9
2023	-5,5	24,2	-44,4	10,2	28,7	6,3	24,0	19,8	8,6	-22,1
2023 Q1	-2,1	4,3	-24,1	11,0	11,0	14,9	17,9	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,1	-0,9	-15,1	-2,9	12,9	-28,6	0,4	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,4	-10,0	-21,8	-3,2	16,6	1,6	0,8	7,5	2,8	-8,7
Q4	10,2	30,9	16,6	5,3	-11,7	18,5	4,9	3,8	18,5	-3,8
2023 Aug.	-3,9	-17,0	-18,9	-3,2	18,3	4,2	1,7	2,7	3,9	-2,3
Sept.	-5,2	6,1	0,2	-0,5	-4,9	2,2	1,8	2,6	1,8	-2,2
Okt.	2,7	0,6	-4,1	3,1	3,6	10,0	1,2	0,3	12,3	-2,7
Nov.	-3,9	13,4	7,6	-2,4	-9,1	11,5	2,8	1,5	9,4	0,7
Dez.	11,4	16,9	13,1	4,5	-6,2	-3,0	0,8	2,0	-3,2	-1,9
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-13,5	-11,6	-19,1	1,7	3,9	-12,5	4,9	1,0	-12,2	-1,2
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	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	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
Q2	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Q4	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 Aug.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sept.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Okt.	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
Nov.	-0,7	0,0	-7,9	1,3	0,9	0,2	0,5	2,7	0,3	-3,1
Dez.	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-0,4	0,2	-5,8	0,8	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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	736,9	6 886,2	1 838,9	37,1	1 999,2	3 010,9	1 377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,0	6 752,7	1 782,6	45,9	2 121,9	2 802,4	1 333,4	385,4	137,8	147,6
2023	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,5	1 860,6	268,9	155,0	152,6
2023 Q1	573,9	6 912,1	1 791,9	55,5	2 168,4	2 896,3	1 426,2	331,4	152,1	165,8
Q2	485,0	6 984,3	1 806,8	61,5	2 229,8	2 886,2	1 465,0	293,9	168,6	172,6
Q3	456,0	7 143,7	1 825,0	72,9	2 367,0	2 878,8	1 635,2	317,7	153,8	163,3
Q4	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,5	1 860,6	268,9	155,0	152,6
2023 Aug.	439,5	7 140,5	1 807,1	68,0	2 342,1	2 923,3	1 579,7	255,4	165,9	161,8
Sept.	456,0	7 143,7	1 825,0	72,9	2 367,0	2 878,8	1 635,2	317,7	153,8	163,3
Okt.	440,0	7 225,5	1 819,7	77,7	2 415,4	2 912,8	1 735,8	251,7	163,1	151,4
Nov.	407,6	7 273,7	1 827,9	83,7	2 414,7	2 947,5	1 794,2	191,7	170,4	162,0
Dez.	461,3	7 338,4	1 826,4	90,5	2 424,1	2 997,5	1 860,6	268,9	155,0	152,6
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	454,6	7 374,7	1 829,6	97,0	2 449,0	2 999,1	1 960,2	218,1	165,7	159,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,9	38,9	-89,7	-4,4	16,0	117,0	-70,5	-195,6	10,5	17,9
2023	-194,4	334,6	25,7	40,0	227,2	41,6	460,6	-189,0	19,8	9,0
2023 Q1	-81,8	80,4	5,9	5,0	58,3	11,3	63,7	-52,6	15,0	18,9
Q2	-88,7	96,7	13,9	6,1	61,8	14,9	92,9	-71,2	16,5	6,7
Q3	-29,1	98,1	17,3	11,4	45,0	24,5	128,3	-54,1	-13,0	-6,0
Q4	5,3	59,4	-11,3	17,6	62,1	-9,0	175,8	-11,1	1,2	-10,7
2023 Aug.	-24,6	28,7	0,1	3,5	17,2	7,9	27,6	-34,6	12,1	5,4
Sept.	16,4	38,2	16,3	4,9	10,5	6,6	58,7	36,8	-10,3	4,8
Okt.	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	58,9	-78,3	9,3	-12,0
Nov.	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
Dez.	53,8	9,8	-2,0	6,8	20,5	-15,5	54,1	95,2	-15,4	-9,4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-6,5	60,7	2,4	6,5	37,3	14,6	100,6	-50,8	10,7	7,0
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
Q2	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Q3	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
Q4	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 Aug.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	3,0	-	-	5,9	11,5
Sept.	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
Okt.	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
Nov.	-40,3	5,3	1,3	68,4	10,3	2,9	-	-	7,5	-2,7
Dez.	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-20,7	5,2	1,6	85,3	10,3	2,0	-	-	8,4	4,2

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
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1
Q3	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben	
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben			
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge		5	6	7	8	Arbeitnehmer- entgelt		Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8	
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6	
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0	
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1	
2022 Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1	
2023 Q1	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1	
Q2	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1	
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0	

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 Q4	90,9	2,7	13,2	75,0	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90,7	2,5	12,8	75,3	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90,3	2,5	12,5	75,3	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,9	2,5	12,2	75,1	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

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									Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige	Zinswachstums-Differenz	
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 Q4	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
Q2	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4
Q3	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8

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

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

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

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

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung				
										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	13,1	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	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2022 Q4	13,1	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 Q1	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7	
Q2	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1	
Q3	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5	
2023 Aug.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4	
Sept.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5	
Okt.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7	
Nov.	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8	
Dez.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2024 Jan.	13,3	11,9	4,1	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,6	3,6	2,1	

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										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 Q4	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 Q1	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
Q2	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
Q3	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Verschuldung										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 Q4	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 Q1	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
Q2	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
Q3	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 Q4	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 Q1	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
Q2	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
Q3	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Verschuldung										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 Q4	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 Q1	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
Q2	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
Q3	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

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 6. März 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-24-002-DE-N (Online-Version)