



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2023



# Inhalt

|  |            |
|--|------------|
| <b>Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>  | <b>3</b>   |
| 1    Außenwirtschaftliches Umfeld  | 8          |
| 2    Konjunktorentwicklung   | 13         |
| 3    Preise und Kosten   | 20         |
| 4    Finanzmarktentwicklungen  | 27         |
| 5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung  | 30         |
| <b>Kästen</b>  | <b>39</b>  |
| 1    Globale Produktion und Lieferkettenrisiken – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen           | 39         |
| 2    Was sagt die Inversion der Zinsstrukturkurve über die Entwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten aus? | 50         |
| 3    Übertragungseffekte der zuletzt negativen Inflation in China auf den Euroraum                                     | 56         |
| 4    Implikationen der Branchenstruktur für die realwirtschaftlichen Effekte der Geldpolitik                           | 62         |
| 5    Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entwicklung der Geschäftserwartungen in einzelnen Wirtschaftssektoren            | 66         |
| 6    Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen                        | 72         |
| 7    Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten im Euroraum  | 79         |
| <b>Aufsatz</b>   | <b>88</b>  |
| 1    20 Jahre EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum – ein Rückblick   | 88         |
| <b>Statistik</b>   | <b>113</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.**

# Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 26. Oktober 2023, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die aktuellen Daten bestätigen weitgehend seine bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Es wird nach wie vor erwartet, dass die Inflation zu lange zu hoch sein wird, und der binnenwirtschaftliche Preisdruck bleibt hoch. Zugleich sank die Inflation im September unter anderem aufgrund starker Basiseffekte merklich, und die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren weiter rückläufig. Die bisherigen Zinserhöhungen des EZB-Rats schlagen weiterhin stark auf die Finanzierungsbedingungen durch. Dies dämpft zunehmend die Nachfrage und trägt so zu einem Rückgang der Inflation bei.

Der EZB-Rat ist entschlossen, eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu gewährleisten. Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung ist der EZB-Rat 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 dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt werden.

Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats 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.

## Wirtschaftstätigkeit

Die Wirtschaft im Euroraum bleibt schwach. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe ging den jüngsten Daten zufolge weiter zurück. Die gedämpfte Auslandsnachfrage und restriktivere Finanzierungsbedingungen belasten die Investitions- und Konsumausgaben zunehmend. Auch im Dienstleistungssektor verlangsamt sich das Wachstum weiter. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Abkühlung in der Industrie auf andere Sektoren übergreift, die Impulse infolge von Wiederöffnungseffekten nachlassen und sich die Auswirkungen der höheren Zinssätze ausweiten. Die Konjunktur dürfte im restlichen Verlauf dieses Jahres schwach bleiben. Vor dem Hintergrund eines weiteren Inflationsrückgangs, einer Erholung der Realeinkommen der privaten Haushalte und einer höheren

Nachfrage nach Exporten des Euroraums sollte die Konjunktur in den kommenden Jahren jedoch anziehen.

Die Wirtschaft profitiert bislang von der Stärke des Arbeitsmarkts. Die Arbeitslosenquote lag im August auf einem historischen Tiefstand von 6,4 %. Zugleich gibt es Anzeichen für eine Abschwächung der Entwicklung am Arbeitsmarkt. Es werden weniger neue Arbeitsplätze geschaffen – auch im Dienstleistungssektor –, was im Einklang mit einem allmählichen Durchschlagen der konjunkturellen Abkühlung auf die Beschäftigung steht.

Mit dem Abklingen der Energiekrise sollten die Regierungen die entsprechenden Stützungsmaßnahmen weiter zurücknehmen. Dies ist entscheidend, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöht. Andernfalls könnte eine noch straffere Geldpolitik erforderlich werden. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu reduzieren. Strukturelle Reformen und Investitionen zur Verbesserung der Angebotskapazitäten des Euroraums – die durch die vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ gefördert würden – können auf mittlere Sicht zu einer Verringerung des Preisdrucks beitragen. Gleichzeitig können sie den ökologischen und digitalen Wandel unterstützen. Zu diesem Zweck sollte die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU vor Ende des laufenden Jahres abgeschlossen werden. Außerdem sollten die Entwicklung in Richtung einer Kapitalmarktunion und die Vollendung der Bankenunion beschleunigt werden.

## Inflation

Die Inflation sank im September auf 4,3 % und lag somit fast einen ganzen Prozentpunkt unter dem Wert vom August. Auf kurze Sicht dürfte sie weiter zurückgehen, da der starke Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise vom Herbst 2022 aus den Jahresraten herausfallen wird. Der Inflationsrückgang im September war breit angelegt. Bei den Nahrungsmitteln schwächte sich die Teuerung abermals ab, blieb jedoch im historischen Vergleich hoch. Auf Jahressicht sanken die Energiepreise um 4,6 %, stiegen aber zuletzt erneut an. Ihre weitere Entwicklung lässt sich angesichts der neuen geopolitischen Spannungen schlechter vorhersagen.

Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel fiel im September auf 4,5 % nach 5,3 % im August. Gestützt wurde dieser Rückgang durch zunehmend bessere Angebotsbedingungen, die Weitergabe vorangegangener Energiepreiserückgänge und die Auswirkungen der strafferen Geldpolitik auf die Nachfrage und die Preissetzungsmacht der Unternehmen. Die Inflationsraten für Waren und Dienstleistungen sanken deutlich auf 4,1 % bzw. 4,7 %. Bei den Dienstleistungen war dies auch auf starke Basiseffekte zurückzuführen. Der Preisdruck im Tourismus- und Reisesektor scheint sich abzuschwächen.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gehen weiter zurück. Gleichwohl ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck nach wie vor hoch, was auch die

zunehmende Bedeutung steigender Löhne widerspiegelt. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen zumeist bei rund 2 %. Einige Indikatoren sind jedoch weiterhin erhöht und müssen genau beobachtet werden.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. So könnte das Wachstum geringer ausfallen, wenn sich die Wirkung der Geldpolitik als kräftiger erweisen sollte als erwartet. Eine schwächere Weltwirtschaft würde das Wachstum ebenfalls belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem durch die Terroranschläge in Israel ausgelösten tragischen Konflikt gehen wesentliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb ihre Zuversicht verlieren und mit mehr Unsicherheit in die Zukunft blicken. Dadurch könnte das Wachstum weiter gedämpft werden. Das Wachstum könnte aber auch höher als erwartet ausfallen, wenn Privatpersonen und Unternehmen aufgrund des nach wie vor robusten Arbeitsmarkts und der steigenden Realeinkommen mehr Vertrauen schöpfen und ihre Ausgaben erhöhen oder wenn die Weltwirtschaft stärker wächst als erwartet.

Aufwärtsrisiken für die Inflation könnten von Kostensteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln ausgehen. Durch die erhöhten geopolitischen Spannungen könnten die Energiepreise auf kurze Sicht anziehen und die mittelfristigen Aussichten unsicherer werden. Wetterextreme und die fortschreitende Klimakrise allgemein könnten die Nahrungsmittel stärker verteuern als erwartet. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert des EZB-Rats oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation – auch auf mittlere Sicht – ebenfalls ansteigen lassen. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik oder einer Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds in der übrigen Welt angesichts höherer geopolitischer Risiken, würde indes vor allem mittelfristig den Preisdruck mindern.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die längerfristigen Zinsen haben sich seit der letzten Sitzung des EZB-Rats deutlich erhöht. Dies spiegelt kräftige Zinsanstiege in anderen großen Volkswirtschaften wider. Die Geldpolitik des EZB-Rats schlägt nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Refinanzierungskosten der Banken sind gestiegen, und die Zinssätze für Unternehmens- und Immobilienkredite zogen im August erneut an (auf 5,0 % bzw. 3,9 %).

Angesichts der höheren Kreditzinsen ist die Kreditnachfrage im dritten Quartal erneut deutlich gesunken, da Investitionspläne zurückgefahren und weniger Wohnimmobilien gekauft wurden. Dies geht aus der jüngsten Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft hervor. Ferner haben sich die Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte weiter verschärft. Den Banken bereiten die Risiken ihrer Kunden zunehmend Sorgen, und sie sind weniger gewillt, selbst Risiken einzugehen.

Vor diesem Hintergrund hat sich die Kreditentwicklung weiter abgeschwächt. Die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite fiel deutlich von 2,2 % im Juli auf 0,7 % im August und 0,2 % im September. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte blieb verhalten. Ihre Wachstumsrate verringerte sich auf 1,0 % im August und 0,8 % im September. Angesichts der schwachen Kreditvergabe und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems sank das jährliche M3-Wachstum auf -1,3 % im August und damit auf den niedrigsten Wert seit Einführung des Euro. Im September lag es immer noch bei -1,2 %.

## 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.

Was das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) angeht, so beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

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 von 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.

## Schlussfolgerung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 26. Oktober 2023, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die aktuellen Daten bestätigen weitgehend seine bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Es wird nach wie vor erwartet, dass die Inflation zu lange zu hoch sein wird, und der binnenwirtschaftliche Preisdruck bleibt hoch. Zugleich sank die Inflation im September unter anderem aufgrund starker Basiseffekte merklich, und die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren weiter rückläufig. Die bisherigen Zinserhöhungen des EZB-Rats schlagen weiterhin stark auf die

Finanzierungsbedingungen durch. Dies dämpft zunehmend die Nachfrage und trägt so zu einem Rückgang der Inflation bei.

Der EZB-Rat ist entschlossen, eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu gewährleisten. 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 dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt werden, um eine solche zeitnahe Rückkehr sicherzustellen. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen.

Der EZB-Rat ist in jedem Fall bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig zum Zielwert zurückkehrt, und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

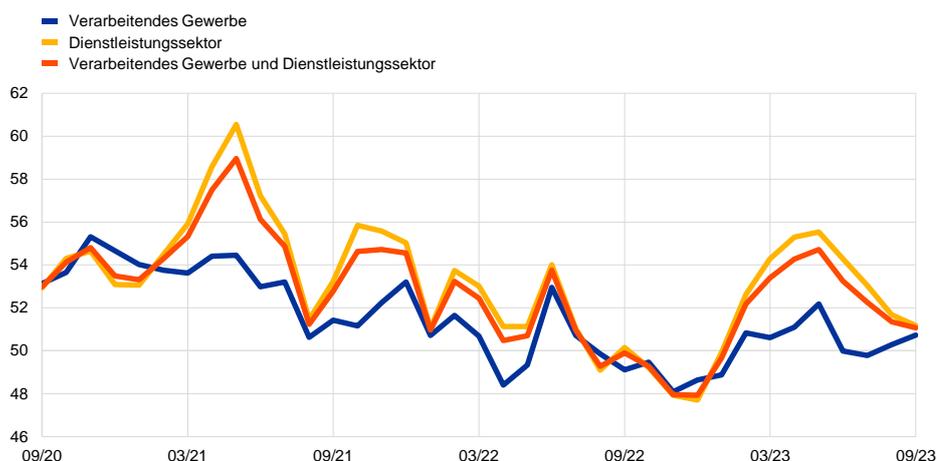
Das Weltwirtschaftswachstum schwächt sich in der zweiten Jahreshälfte 2023 ab. Besonders ausgeprägt ist die Konjunkturabkühlung im Dienstleistungssektor. Zugleich bleibt die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe verhalten. Die Erholung des Welthandels schreitet voran, wenngleich sich das Wachstum – im Einklang mit der konjunkturellen Abkühlung – den aktuellen Daten zufolge in den kommenden Quartalen verlangsamen könnte. Der Druck auf die Gesamtinflation hat auf globaler Ebene aufgrund der steigenden Energiepreise leicht zugenommen. Die Kerninflation gibt indessen weiter nach.

**Die weltwirtschaftliche Aktivität schwächt sich ab.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) war im September den vierten Monat in Folge rückläufig, hielt sich aber über der Wachstumsschwelle. Die Konjunktur im Dienstleistungssektor, die durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie einen Aufschwung erfahren hatte, verlangsamt sich inzwischen wieder. Dabei nähert sie sich dem Niveau des verarbeitenden Gewerbes an (siehe Abbildung 1). Die Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik und die Annäherung zwischen der Entwicklung im Dienstleistungsbereich und jener im verarbeitendem Gewerbe könnte auch auf verzögerte Effekte der geldpolitischen Straffung zurückzuführen sein, denn das verfügbare Einkommen der Verbraucher wird weiterhin durch die immer noch hohe Inflation und die Verschärfung der Kreditbedingungen belastet. Zugleich dürfte die Lage am Arbeitsmarkt positiv bleiben und in der nächsten Zeit die Nachfrage stützen.

### Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum)

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2023.

**Der Welthandel entwickelt sich weiterhin schwach.** Ausgehend vom niedrigen Niveau im ersten Quartal 2023 kam es im zweiten Quartal zu einer Belebung des internationalen Warenhandels, weil sich der weitere Abbau von Lieferengpässen bei

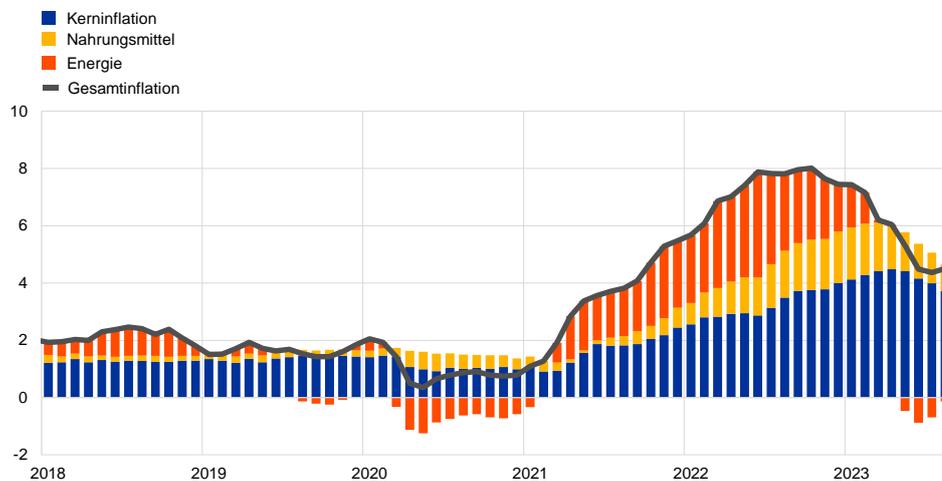
elektrischen Erzeugnissen und Halbleitern positiv auf den Handel in wichtigen Branchen (z. B. in der Automobilindustrie) auswirkte. Allerdings lassen die EMI-Daten zum Auftragseingang im Exportgeschäft und zur Industrieproduktion auf eine anhaltend gedämpfte Nachfrage nach Waren schließen. Die Schwäche des weltweiten Importwachstums erklärt sich zum Teil durch die Zusammensetzung der globalen Nachfrage. Diese ist mittlerweile weniger handelsintensiv, da sie sich von Waren in Richtung Dienstleistungen verschoben hat und damit wieder ihren vor der Pandemie verzeichneten Mustern entspricht. Zudem haben die Lieferunterbrechungen, die nach der Pandemie zunächst zu einem Lageraufbau geführt hatten, inzwischen nachgelassen. In der Folge werden diese Lagerbestände nun abgebaut, was wiederum das Handelswachstum belastet. Unterdessen gingen von der Erholung des internationalen Tourismus positive Impulse für den weltweiten Waren- und Dienstleistungsverkehr aus. So kehrte das Touristenaufkommen in den meisten Regionen wieder auf das Vorpandemieniveau zurück.

**Die Gesamtinflation folgt in den OECD-Mitgliedstaaten nach wie vor einem Abwärtstrend, wengleich die Entwicklung der Rohstoffpreise den Inflationsabbau verlangsamt.** Die jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Staaten (ohne die Türkei) stieg von 4,4 % im Juli 2023 auf 4,5 % im August, da der Beitrag der Energiepreise weniger negativ ausfiel (siehe Abbildung 2). Alles in allem signalisiert die jüngste Entwicklung an den Märkten für Energierohstoffe, dass der disinflationäre Trend bei den Energiepreisen zu einem Ende gekommen sein könnte. Indessen ging die jährliche Kerninflation in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) abermals zurück: Sie belief sich im August auf 4,7 % nach 5,0 % im Vormonat. Dennoch zeigt sich die Kerninflation – vor allem in den Industrieländern – nach wie vor recht persistent. Maßgeblich hierfür sind die weiterhin robusten Arbeitsmärkte und das starke Lohnwachstum. Der allmähliche Inflationsrückgang sollte sich in nächster Zeit fortsetzen, wenn die restriktivere Geldpolitik auf die Kerninflation durchwirkt.

## Abbildung 2

### Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregate ohne die Türkei. Berechnet werden sie unter Verwendung der jährlichen Gewichte für den Verbraucherpreisindex im OECD-Raum. Die Kerninflation wird anhand des Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel gemessen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023.

**Die Preise für Energierohstoffe haben sich seit der der EZB-Ratssitzung im September uneinheitlich entwickelt, wobei die Ölpreise sanken und die Gaspreise stiegen.** Die (in US-Dollar gerechneten) Ölnotierungen sind seit der September-Sitzung leicht um 3,2 % gesunken (siehe Abbildung 3). Zwar war das Ölangebot geringer, dem standen jedoch Bedenken hinsichtlich der globalen Nachfrage entgegen. Diese sind vor dem Hintergrund von Markterwartungen zu sehen, dass die Zinsen für längere Zeit höher bleiben könnten und sich die Konjunktur weltweit weiter abschwächt. Was die Angebotsseite betrifft, so bekräftigten Russland und Saudi-Arabien ihre Ankündigung, die Ölförderung bis zum Jahresende um 1,3 Millionen Barrel pro Tag zu drosseln. Nach den Terroranschlägen in Israel zeigten sich die Ölnotierungen volatiler, da die Unsicherheit über die Auswirkungen des Konflikts auf die Öllieferungen aus dem Nahen Osten zunimmt. Unmittelbar nach dem Angriff auf Israel hatten die Ölpreise zunächst kräftig zugelegt (am 9. Oktober 2023 um 3,8 %); der Anstieg hat sich seitdem jedoch auf 0,8 % verlangsamt. Trotz stabiler Lagerbestände in der EU sind die europäischen Gaspreise seit der Ratssitzung im September um 32,5 % auf rund 49,3 €/MWh gestiegen. Die jüngste Erhöhung der Gaspreise wurde durch zunehmende Sorgen bezüglich des Angebots bestimmt. Ausschlaggebend hierfür waren die Stilllegung eines israelischen Gasfelds, die Schließung der Gaspipeline zwischen Estland und Finnland sowie drohende Streiks in zwei Flüssiggasanlagen in Australien. Die Öl- und Gaspreisterminkurven signalisieren zwar auf mittlere Sicht niedrigere Preise, doch bleiben die kurzfristigen Risiken im Zusammenhang mit der erhöhten Unsicherheit bezüglich der Angebotsbedingungen bestehen.

**Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie sanken geringfügig.** Die Metallpreise sind seit der Sitzung des EZB-Rats im September um 3,6 % zurückgegangen. Hintergrund sind eine mögliche Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten sowie der konjunkturelle Gegenwind in China. Die Preise für

Nahrungsmittelrohstoffe blieben im Großen und Ganzen stabil (+0,25 %). Die Getreidepreise wiesen allerdings eine gewisse Heterogenität auf. So wurde ein Rückgang der Weizenpreise, der ein größeres Weizenangebot in den Vereinigten Staaten widerspiegelte, durch eine Verteuerung von Mais ausgeglichen.

**Abbildung 3**  
Entwicklung der Rohstoffpreise

(linke Skala: in USD je Barrel (Öl), Index: 2020 = 100 (Rohstoffe ohne Energie); rechte Skala: in €/MWh (Gas))



Quellen: Refinitiv, HWWI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gaspreise basieren auf dem Dutch TTF. Die vertikale Linie markiert das Datum der EZB-Ratssitzung im September 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. Oktober 2023 (Öl und Gas) bzw. auf den 20. Oktober 2023 (Rohstoffe ohne Energie).

**In den Vereinigten Staaten blieb das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2023 robust, doch dürfte sich die Konjunktur gegen Ende des Jahres abschwächen.**

Das Wachstum des realen BIP fiel im zweiten Quartal 2023 überraschend positiv aus. Einige Frühindikatoren, darunter Daten zu Kreditkartenumsätzen, lassen jedoch auf niedrigere Konsumausgaben im dritten Quartal schließen. In der ersten Jahreshälfte wurden die Ausgaben dadurch gestützt, dass die privaten Haushalte auf ihre überschüssigen Ersparnisse zurückgriffen. Dieser positive Effekt wird aber künftig geringer ausfallen, da die überschüssigen Mittel weitgehend ausgeschöpft sind. Die Lage am Arbeitsmarkt normalisiert sich unterdessen weiter, bleibt aber angespannt. Das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl – eine Messgröße der Anspannung am Arbeitsmarkt – nimmt zwar langsam ab, doch liegt es weiterhin deutlich über dem in der Vergangenheit verzeichneten Niveau. Dies gilt vor allem für die Dienstleistungsbranche. Die am VPI gerechnete Gesamtteuerungsrate lag im September wie schon im Vormonat bei 3,7 %. Die jährliche Kerninflation sank im September weiter, und zwar um 0,2 Prozentpunkte auf 4,1 %. Dabei geben die in der Kernrate erfassten Preise für Waren auch im Vormonatsvergleich nach, während die Dienstleistungspreise anziehen.

**Die konjunkturelle Talfahrt in China scheint sich zu verlangsamen.** Nachdem die chinesische Wirtschaft im zweiten Quartal 2023 aufgrund eines Einbruchs im Wohnimmobiliensektor deutlich an Schwung verloren hatte, lassen sich anhand der aktuellen Konjunkturindikatoren Anzeichen einer Stabilisierung ausmachen. Das Wachstum der Einzelhandelsumsätze beschleunigte sich im September weiter auf

5,5 % gegenüber dem Vorjahr (nach 4,6 % im August), während sich der Anstieg der Industrieproduktion stabilisierte und auf Jahressicht bei 4,5 % lag. Das BIP-Wachstum im dritten Quartal fiel dementsprechend höher aus als erwartet. So wurde eine Rate von 1,3 % zum Vorquartal verbucht, nachdem sie für das zweite Quartal nach unten korrigiert noch 0,5 % betragen hatte. Darüber hinaus lassen die Konjunkturdaten für September darauf schließen, dass das Wirtschaftswachstum von zwei gegenläufigen Faktoren beeinflusst wurde: Auf der einen Seite verschärfte sich der Investitionsrückgang im Immobilienbereich im dritten Quartal abermals, auf der anderen Seite blieb die Wirtschaftsentwicklung außerhalb des Immobiliensektors robuster. Die Konsumausgaben im weiteren Sinne und die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe wirken nach wie vor als Wachstumstreiber, beispielsweise im Automobilsektor. Unterdessen sorgen gezielte staatliche Maßnahmen, die hauptsächlich den Wohnungssektor stützen sollen, in begrenztem Umfang für Konjunkturimpulse. Die am VPI gemessene Teuerungsrate verzeichnete im August vor allem aufgrund der Energiepreisentwicklung wieder positive Werte. Insgesamt scheint die VPI-Inflation ihren Tiefpunkt erreicht zu haben. Angesichts der schwachen binnen- und außenwirtschaftlichen Nachfrage dürfte sie aber verhalten bleiben.

#### **In Japan hat sich das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal aller**

**Voraussicht nach verlangsamt.** Die jüngsten EMI-Indikatoren deuten auf eine etwas schwächere Dynamik im Dienstleistungssektor hin, was die anhaltende Flaute im verarbeitenden Gewerbe noch verschärfen dürfte. Diesen Indikatoren zufolge verkleinert sich somit die Lücke zwischen den beiden Sektoren. Die Inlandsnachfrage dürfte sich in gewissem Umfang von der im Vorquartal beobachteten Schwäche erholen. So signalisieren die Daten für August eine leichte Erholung der privaten Konsumausgaben. Die Erholung der Ausfuhren scheint hingegen zum Erliegen gekommen zu sein. Die Gesamtinflation verringerte sich im August geringfügig auf 3,2 %. Zugleich lag die Kernrate unverändert bei 2,7 %, worin sich sowohl höhere Beherbergungskosten als auch geringere Preissteigerungen bei Gebrauchsgütern für private Haushalte niederschlugen. Insgesamt weisen die Inflationsindikatoren weiterhin auf eine kräftige zugrunde liegende Preisdynamik hin, die auch dem robusten Lohnwachstum zuzuschreiben ist. Dessen ungeachtet wird die jährliche Gesamtinflation den Erwartungen zufolge etwas nachgeben. Dies stünde auch im Einklang mit dem rückläufigen importierten Kostendruck.

#### **Im Vereinigten Königreich sind die Konjunkturaussichten trüb.**

In monatlicher Betrachtung erhöhte sich das reale BIP im August um 0,2 %, nachdem es im Juli noch um 0,6 % gesunken war. Die jüngsten EMI-Indikatoren lassen indes ein anhaltend schwaches Wirtschaftswachstum erwarten. Das Vertrauen der Unternehmen ist jedoch nach wie vor robust, und das Vertrauen der Verbraucher hat sich weiter verbessert. Diese profitieren nach wie vor von der weiterhin soliden Arbeitsmarktlage, während die sinkende Inflation ihre Realeinkommen stützt. Insgesamt dürfte das BIP in der zweiten Jahreshälfte stagnieren, zu einer Rezession sollte es aber nicht kommen. Der private Konsum wird weiterhin von der rückläufigen Inflation und einem kräftigen Lohnwachstum getragen, was die Realeinkommen stärkt. Zugleich hemmen die hohen Hypothekenzinsen und die restriktiven Finanzierungsbedingungen in zunehmendem Maße die Binnennachfrage.

## 2 Konjunkturontwicklung

*Die Wirtschaft im Euroraum entwickelt sich nach wie vor schwach. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe ist den jüngsten Daten zufolge weiter zurückgegangen. Die gedämpfte Auslandsnachfrage und restriktivere Finanzierungsbedingungen belasten zunehmend die Investitionen und die privaten Konsumausgaben. Auch im Dienstleistungssektor verlangsamt sich das Wachstum weiter. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die konjunkturelle Abkühlung in der Industrie nun auf andere Sektoren übergreift, die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgehenden Impulse nachlassen und sich die Auswirkungen der höheren Zinssätze ausweiten. Im restlichen Jahresverlauf dürfte die Konjunktur schwach bleiben. Vor dem Hintergrund eines weiteren Inflationsrückgangs, einer Erholung der Realeinkommen der privaten Haushalte und einer steigenden Nachfrage nach Exporten des Euroraums sollte sie in den kommenden Jahren jedoch anziehen. Die Wirtschaftstätigkeit profitiert bislang von der Stärke des Arbeitsmarkts. Allerdings gibt es Anzeichen einer Abschwächung am Arbeitsmarkt.*

### **Das Wachstum des realen BIP im Euroraum dürfte sich im dritten Quartal 2023 verlangsamt haben.**

Nachdem das BIP im Euroraum zum Jahreswechsel und auch noch im ersten Quartal 2023 im Großen und Ganzen stagniert hatte, erhöhte es sich im zweiten Quartal leicht um 0,2 % (siehe Abbildung 4). Ausschlaggebend hierfür war vor allem der Beitrag der Vorratsveränderungen, während die Binnennachfrage nur geringfügig zum Wachstum beitrug. Vom Außenhandel ging indes ein deutlich negativer Impuls aus. Die aktuellen Daten für das dritte Quartal deuten auf ein abermals schwaches Wirtschaftswachstum hin.<sup>1</sup> Im Juli und August sank die Industrieproduktion im Eurogebiet um 1,0 % gegenüber dem zweiten Quartal. Zurückzuführen war dies weitgehend auf eine geringere Produktion im Investitionsgütersektor. Im Dienstleistungsgewerbe stieg die Produktion indes im Juli um 0,3 % gegenüber dem Vormonat. Die Dienstleistungen entwickelten sich somit weiterhin besser als das verarbeitende Gewerbe. Aktuellere Umfragedaten für das gesamte dritte Quartal bestätigen das Bild eines langsamen Wachstums – oder gar Produktionsrückgangs – in diesem Zeitraum. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums sank im dritten Quartal in den kontraktiven Bereich. Dabei wurde in beiden Sektoren ein Rückgang verzeichnet. Die ohnehin schon niedrigen Geschäftserwartungen und Auftragseingänge verschlechterten sich weiter, was für die nächste Zeit auf trübe Aussichten für die Industrie hindeutet (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor fiel im dritten Quartal unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten und wies damit auf eine sinkende Aktivität hin (siehe Abbildung 5, Grafik b). Analog zur Entwicklung in der Industrie gingen auch hier der Auftragseingang und die Geschäftserwartungen zurück.<sup>2</sup>

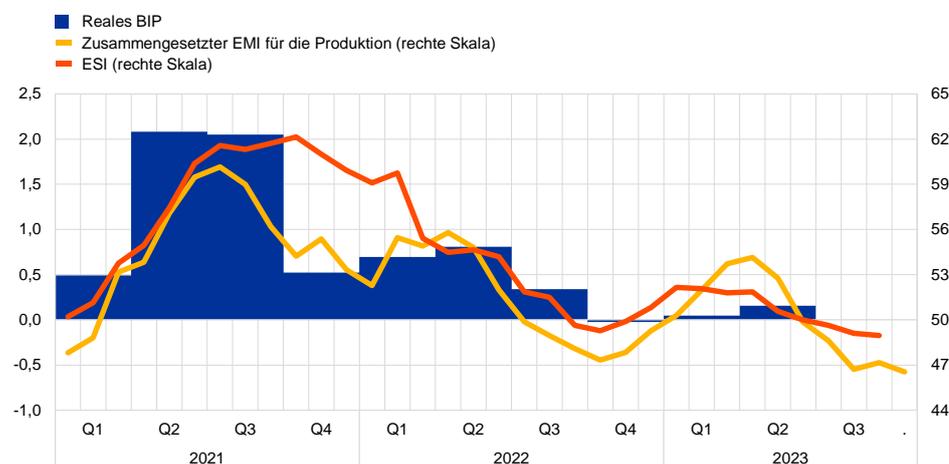
<sup>1</sup> Der am 31. Oktober von Eurostat veröffentlichten Schnellschätzung zufolge ist das reale BIP im Euroraum im dritten Quartal 2023 um 0,1 % gesunken. Diese Schätzung lag zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Oktober noch nicht vor.

<sup>2</sup> Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung 4

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

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



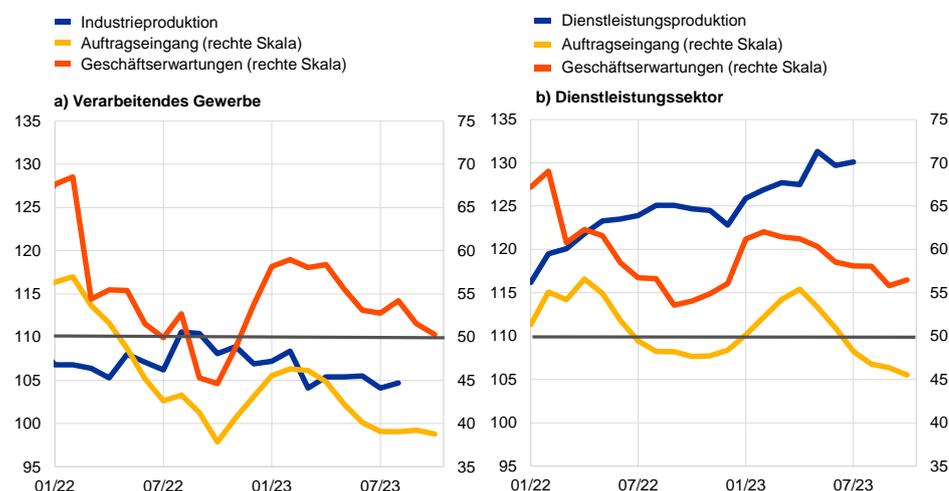
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (reales BIP), September 2023 (ESI) bzw. Oktober 2023 (EMI).

## Abbildung 5

Produktion und EMI-Indikatoren für einzelne (Teil-)Sektoren

(Index: 2015 = 100, Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat und S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023 (Dienstleistungsproduktion), August 2023 (Industrieproduktion) bzw. Oktober 2023 (EMIs).

## Die Wirtschaftsleistung im Euroraum dürfte auch im vierten Quartal 2023

**schwach ausfallen.** Die Erkenntnisse aus dem Dialog, den die EZB im Oktober mit nichtfinanziellen Unternehmen geführt hat, legen nahe, dass die Konjunktur auch im vierten Quartal des laufenden Jahres schwach bleiben wird (siehe Kasten 6). Den EMI-Daten für Oktober zufolge setzt sich der Produktionsrückgang im verarbeitenden Gewerbe zu Beginn des vierten Quartals fort. Grund hierfür sind die

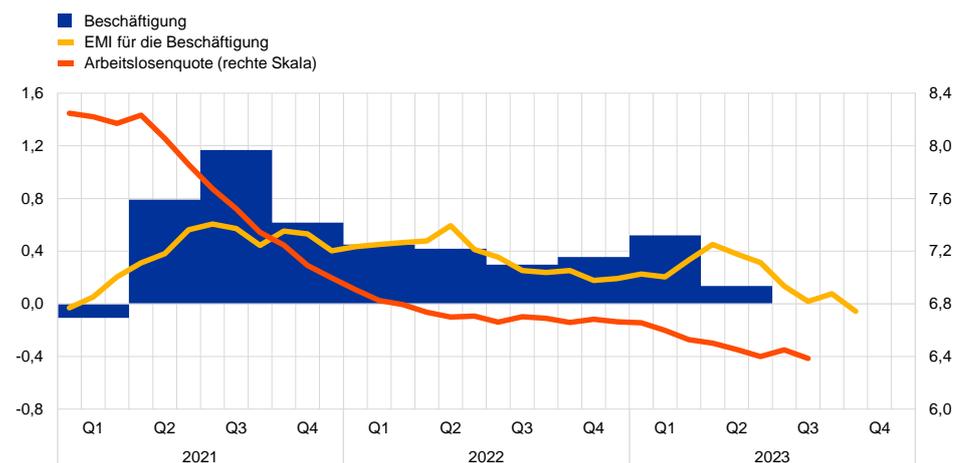
zunehmenden Auswirkungen der Flaute im Welthandel und die starke geldpolitische Transmission. Auch der Auftragseingang und die Geschäftserwartungen für das verarbeitende Gewerbe gingen im Oktober zurück. Im Dienstleistungssektor zeigt sich ein weitgehend ähnliches Bild. Die meisten EMI-Indikatoren deuten auch hier auf eine weitere Abschwächung im vierten Quartal hin.

**Der Arbeitsmarkt erweist sich nach wie vor als widerstandsfähig, wenngleich aktuellere Indikatoren aufgrund der eingetrübten Konjunktur Anzeichen einer Abkühlung erkennen lassen.**

Das Beschäftigungswachstum war im ersten Halbjahr 2023 immer noch robust und lag in vierteljährlicher Betrachtung bei durchschnittlich 0,3 %. Die Arbeitslosenquote sank im August auf 6,4 % (siehe Abbildung 6). Gestützt wurde diese Entwicklung durch einen Anstieg der Erwerbspersonen, der über alle Bevölkerungsgruppen hinweg breit angelegt war. Bei den Älteren und bei Personen mit einem hohen Bildungsniveau fiel die Zunahme besonders hoch aus. Gleichwohl ist festzustellen, dass auch die Erwerbsbeteiligung von Arbeitskräften mit niedrigem Bildungsniveau in den letzten Quartalen (und im Vergleich zur früheren Entwicklung) zugenommen hat. Die hohe Beschäftigtenzahl in der ersten Jahreshälfte verdeckt, dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden infolge eines anhaltend hohen Krankenstands und einer gewissen Arbeitskräftehortung weiterhin geringer war. In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Konjunkturabschwächung in einer geringeren Arbeitsmarktdynamik niederschlagen. Die Erwartungen professioneller Prognostiker zur Arbeitslosigkeit nahmen leicht zu, womit ein Anstieg der Arbeitslosenquote im kommenden Jahr wahrscheinlich wird.

**Abbildung 6**  
Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (Beschäftigung), Oktober 2023 (EMI für die Beschäftigung) bzw. August 2023 (Arbeitslosenquote).

**Der EMI für die gesamtwirtschaftliche Beschäftigung lässt auf eine Abschwächung der Beschäftigungsdynamik in der zweiten Jahreshälfte schließen.** Im Oktober lag dieser Gesamtindex bei 49,4 Punkten und wies damit

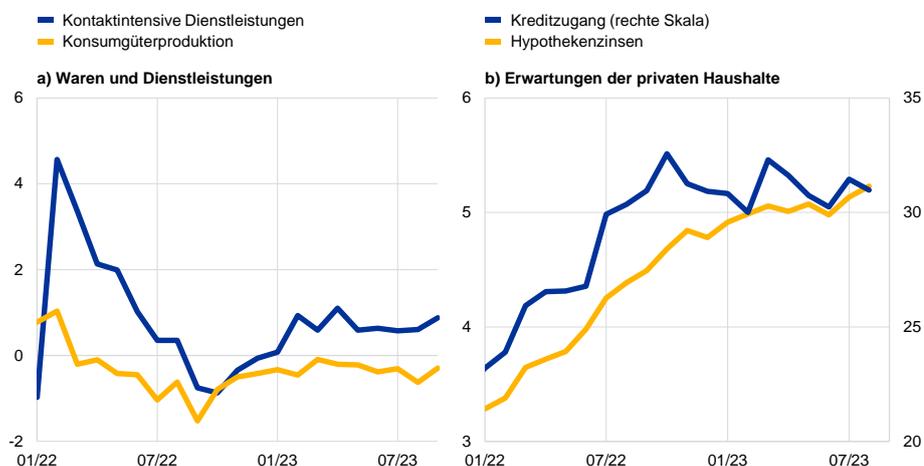
erstmals seit Januar 2021 auf einen Beschäftigungsrückgang hin. Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe verharrte im kontraktiven Bereich. Für den Dienstleistungssektor belief sich der Index im Oktober indessen auf 50,5 Punkte, was signalisiert, dass dort nun weniger neue Arbeitsplätze entstehen. Im vergangenen Jahr war dieser Sektor noch ein wichtiger Motor des Beschäftigungswachstums gewesen.

**Die privaten Konsumausgaben dürften sich im dritten Quartal 2023 erneut verhalten entwickelt haben. Grund hierfür ist ein weiterer Rückgang des Warenkonsums.** Im Juli und August lagen die Einzelhandelsumsätze im Schnitt 0,6 % unter ihrem Niveau vom zweiten Quartal 2023. Zugleich erholten sich die Pkw-Neuzulassungen im dritten Quartal. Zurückzuführen war dies auf den Absatz von Elektroautos, die erstmals einen Marktanteil von über 20 % erreichten. Bei dieser Entwicklung spielten Lieferverzögerungen von bestellten Fahrzeugen eine wichtige Rolle. Aktuelle weiche Daten für den Dienstleistungssektor weisen darauf hin, dass insbesondere die kurzfristigen Aussichten für die kontaktintensiven Dienstleistungen besser sind als für den Warenkonsum. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher ging im Oktober leicht zurück, nachdem er im August und September bereits gesunken war. Damit blieb er deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Bei der erwarteten Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen sind seit Mai des laufenden Jahres keine deutlichen Abwärtskorrekturen zu erkennen. Den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für September zufolge lag die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen im September weiterhin über ihrem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die Erwartungen in Bezug auf größere Anschaffungen verschlechterten sich hingegen erneut und lagen im Einklang mit den Erwartungen für das Einzelhandelsgeschäft nach wie vor unter ihren langfristigen Durchschnittswerten. Die Übertragung der restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf die Realwirtschaft dürfte zu einer geringeren Kreditaufnahme der privaten Haushalte führen, deren Sparreize auf hohem Niveau halten und das Wachstum der privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht weiterhin dämpfen. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom August sind die Erwartungen in Bezug auf die Hypothekenzinsen weiter gestiegen, und der Anteil der Befragten, denen zufolge es schwieriger werden wird, Kredite zu erhalten, bleibt erhöht (siehe Abbildung 7, Grafik b).

## Abbildung 7

### Erwartete Produktion im verarbeitenden Gewerbe, erwartete Nachfrage nach Dienstleistungen und Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich Kreditzugang

(Salden in %; in %)



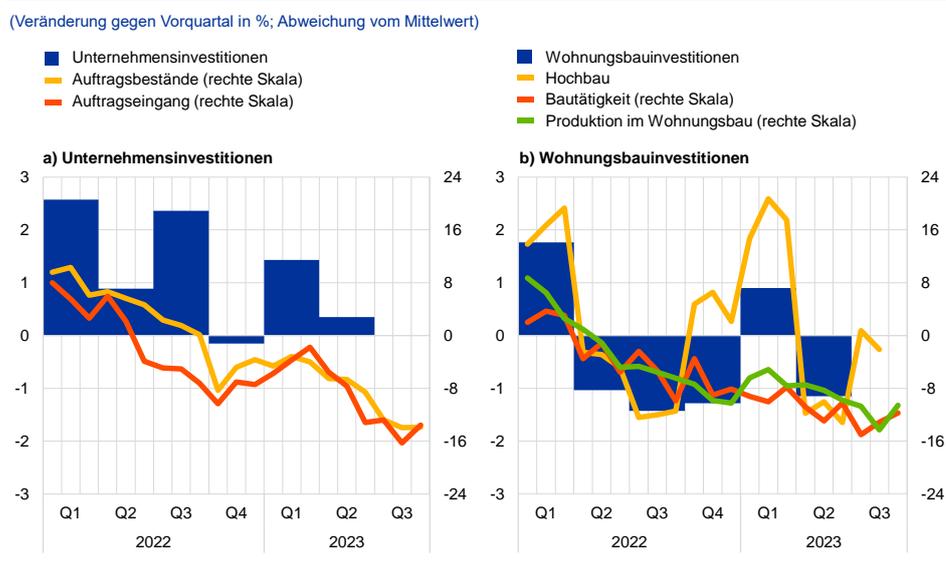
Quellen: Europäische Kommission und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2023 (Grafik a) bzw. August 2023 (Grafik b). Kreditzugang bezeichnet den Anteil der Befragten, die restriktivere Kreditbedingungen erwarten.

#### Die Unternehmensinvestitionen dürften sich im dritten Quartal 2023 weiter abgeschwächt haben, da die Geschäftstätigkeit durch einen Nachfragemangel und restriktivere Finanzierungsbedingungen gedämpft wurde.

Die Investitionen ohne Bauten stiegen im zweiten Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal um insgesamt 0,7 % an. Ohne den volatilen Beitrag der immateriellen Investitionen in Irland hätte sich das Wachstum indes auf 0,4 % belaufen. Die verfügbaren kurzfristigen Daten und Umfrageergebnisse deuten auf eine weitere Abschwächung im dritten Quartal 2023 hin, da die Investitionsgüterproduktion im Juli und August niedriger war als im zweiten Quartal. Die EMI-Indikatoren für die Produktion, den Auftragseingang und die Auftragsbestände im Investitionsgütersektor gingen im dritten Quartal weiter zurück und lagen auf einem Niveau unterhalb des Vorquartals (siehe Abbildung 8, Grafik a). Obwohl sich das Vertrauen im Investitionsgütergewerbe und der EMI für den Auftragseingang im September leicht verbesserten, verharrten die Werte jeweils im kontraktiven Bereich. Grund hierfür war, dass ein Nachfragemangel und restriktivere Finanzierungsbedingungen die Unternehmensinvestitionen belasteten. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2023 war die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten für Anlageinvestitionen im dritten Quartal weiterhin äußerst verhalten. Die Erkenntnisse aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen vom Oktober deuten darauf hin, dass Kapitalanlagen infolge der höheren Zinsen teilweise aufgeschoben werden. Dies könnte in den kommenden Jahren zu niedrigeren jährlichen Investitionen führen. Produzenten von Investitions- und Vorleistungsgütern gaben zudem an, dass kostspieligere Finanzierungen mit einem Nachfragerückgang einhergingen und dadurch der Bedarf sinke, Kapazitäten vorzuhalten oder zu erweitern. Mittelfristig sollten Investitionen in Sektoren wie Verkehr und Energieversorgung nebst Erziehung und Unterricht von längerfristigen Plänen für digitale und grüne Investitionen profitieren. Hierunter fallen auch Maßnahmen zur

Verbesserung der Energieeffizienz. Diese Arten von Investitionen werden auch durch Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) unterstützt.

**Abbildung 8**  
Unternehmens- und Wohnungsbauminvestitionen nach Kurzfristindikatoren



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen näherungsweise anhand der Investitionen ohne Bauten beziffert, wobei die Investitionen in geistiges Eigentum in Irland unberücksichtigt bleiben. Die Unternehmensinvestitionen, der EMI für die Auftragsbestände und der EMI für den Auftragseingang (Umfrage der Europäischen Kommission zum Unternehmensvertrauen) im Investitionsgütersektor sind als Abweichung von 50 Indexpunkten (Durchschnitt 1985-2019) ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (Unternehmensinvestitionen) bzw. September 2023 (andere Variablen). In Grafik b wird der Indikator für die Produktion im Hochbau als prozentuale Veränderung gegenüber dem Durchschnittsniveau des Vorquartals berechnet. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit in den vergangenen drei Monaten wird als Veränderung gegenüber dem Durchschnittsniveau des vierten Quartals 2021 dargestellt. Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau wird als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (Wohnungsbauminvestitionen), August 2023 (Produktion im Hochbau) bzw. September 2023 (andere Variablen).

**Angesichts der schleppenden Nachfrage und restriktiver Finanzierungsbedingungen dürften die Wohnungsbauminvestitionen im dritten Quartal 2023 gesunken sein.** Sowohl harte als auch weiche Indikatoren bestätigen diesen Rückgang der Wohnungsbauminvestitionen im dritten Quartal. Durch ihn wird der kumulierte Verlust von rund 4 % noch verschärft, der im Zeitraum vom ersten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2023 aufgelaufen ist. Was die harten Indikatoren betrifft, so ist die Anzahl der erteilten Baugenehmigungen für Wohngebäude – ein Frühindikator der Baukonjunktur – im Verlauf des vergangenen Jahres deutlich gesunken. Im Juni 2023 war sie so gering wie seit acht Jahren nicht mehr (unter Herausrechnung der pandemiebedingten Lockdowns vom April und Mai 2020). Außerdem lag die Anzahl der im Juli und August neu registrierten Bauunternehmen im Durchschnitt unter dem Stand des zweiten Quartals 2023. Die Produktion im Hochbau war im Juli und August um 0,3 % niedriger als im Durchschnitt des zweiten Quartals. Mit Blick auf die weichen Indikatoren fiel der EMI für die Produktion im Wohnungsbau im dritten Quartal 2023 weiter in den kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 8, Grafik b). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit in den vergangenen drei Monaten war im dritten Quartal das sechste Mal in Folge rückläufig. Dies war einer geringeren Nachfrage und restriktiven Finanzierungsbedingungen geschuldet, wengleich die Materialengpässe nachließen und für etwas Entspannung sorgten.

EZB-Umfragen lassen für das vierte Quartal auf eine verhaltene Aktivität schließen, da die steigenden Hypothekenzinsen und die erhöhten Baukosten die Finanzierbarkeit bzw. Rentabilität von Wohnimmobilien beeinträchtigen. Laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen erreichte die Einschätzung der privaten Haushalte, Wohnimmobilien seien eine gute Vermögensanlage, im Januar ihren Tiefpunkt. Doch auch im September fiel die Einschätzung noch pessimistisch aus. Im Rahmen des Dialogs der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen vom Oktober berichteten die Bauunternehmen von einem Rückgang der Aktivität und der Aufträge und nannten als Grund dafür den erhöhten Kostendruck und steigende Zinsen.

**Das Exportvolumen des Euroraums dürfte im dritten Quartal 2023 aufgrund der geringen weltweiten Nachfrage in verhaltenem Tempo gestiegen sein.** Die Wachstumsdynamik der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (gemessen an der Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) nahm im August ab. Ursächlich hierfür waren der schwache Welthandel, der die Nachfrage nach Waren des Eurogebiets dämpfte, und die anhaltend hohen Energiepreise, die die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigten. Die Abwertung des Euro seit Juli wird dazu beitragen, den Wettbewerbsdruck zu verringern. Allerdings dürfte die Wettbewerbsfähigkeit nicht auf breiter Basis zunehmen. In aggregierter Betrachtung hatten die Auftragsrückstände der Unternehmen bereits im Sommer wieder ihr Vorpandemieniveau erreicht, doch bestehen weiterhin Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren. So melden viele Unternehmen aus mehreren großen Branchen – z. B. der Automobilindustrie, der Datenverarbeitung (Computer), dem Maschinenbau und den elektrischen Ausrüstungen – noch immer Angebotsengpässe, was darauf schließen lässt, dass die Folgen der vorangegangenen Angebotsschocks dort nach wie vor zu spüren sind. Die Auflösung dieser Schocks dürfte die Exportleistung stützen. Die Wachstumsdynamik des Importvolumens hat sich im August weiter verringert, was der schwachen Binnennachfrage und den niedrigen Lagerbeständen zuzuschreiben ist. Zukunftsbezogenen Indikatoren zufolge bleiben die kurzfristigen Aussichten für das Ausfuhrvolumen des Eurogebiets verhalten. Aus den Umfrageergebnissen für September geht indessen hervor, dass der Auftragseingang bei Waren und Dienstleistungen im Exportgeschäft im kontraktiven Bereich geblieben ist.

**Über die kurze Frist hinaus dürfte sich das BIP-Wachstum allmählich erhöhen.** Im restlichen Jahresverlauf wird die Konjunktur voraussichtlich schwach bleiben. Vor dem Hintergrund eines weiteren Inflationsrückgangs, einer Erholung der Realeinkommen der privaten Haushalte und einer steigenden Nachfrage nach Exporten des Euroraums sollte die Konjunktur in den kommenden Jahren jedoch anziehen.

## 3 Preise und Kosten

*Den jüngsten Angaben von Eurostat zufolge sank die Inflation im Euroraum von 5,2 % im August 2023 auf 4,3 % im September.<sup>3</sup> Der Rückgang war breit angelegt. Die Teuerung dürfte auf kurze Sicht weiter zurückgehen, da der starke Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise vom Herbst 2022 aus der Berechnung der Zwölfmonatsraten herausfällt. Zugleich hat sich die Unsicherheit in Bezug auf die Entwicklung der Energiepreise angesichts der neuen geopolitischen Spannungen erhöht. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel fiel von 5,3 % im August auf 4,5 % im September. Gestützt wurde dies durch zunehmend bessere Angebotsbedingungen, die Weitergabe der vorangegangenen Energiepreissrückgänge und die Auswirkungen der strafferen Geldpolitik auf die Nachfrage und die Preissetzungsmacht der Unternehmen. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind weiter rückläufig. Gleichwohl ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck nach wie vor hoch, was auch die zunehmende Bedeutung steigender Löhne widerspiegelt. Die Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen zumeist bei rund 2 %. Einige Indikatoren sind jedoch weiterhin erhöht und müssen genau beobachtet werden.*

**Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum betrug im September 4,3 %** (siehe Abbildung 9). Der Rückgang gegenüber dem im August verzeichneten Wert von 5,2 % spiegelt eine nachlassende Dynamik bei allen wichtigen Komponenten wider. Dies ist zum Teil Basiseffekten bei einzelnen Teilkomponenten zuzuschreiben, da der starke monatliche Preisanstieg vom September 2022 aus der Berechnung der Zwölfmonatsraten herausgefallen ist. Die Basiseffekte betreffen die Bereiche Energie und Nahrungsmittel, aber auch Komponenten der Kerninflation.

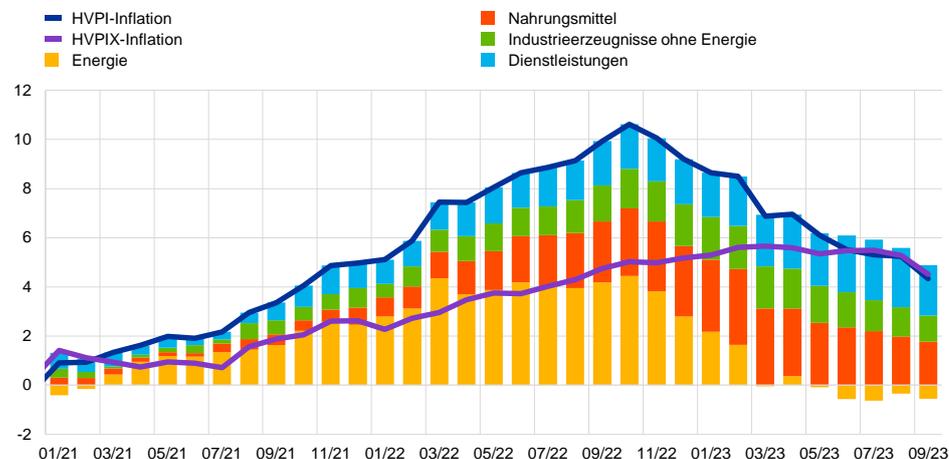
---

<sup>3</sup> Laut der Schnellschätzung von Eurostat für Oktober, die nach dem Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts (25. Oktober) veröffentlicht wurde, ist die Gesamtinflation im Oktober weiter auf 2,9 % gesunken.

## 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 September 2023.

#### Die Teuerungsrate für Energie war im September noch immer negativ, was vor allem auf abwärtsgerichtete Basiseffekte zurückzuführen war (siehe

Abbildung 10). Wichtigster Bestimmungsfaktor der noch weiter in den negativen Bereich gefallenen Jahresänderungsrate (-4,6 % nach -3,3 % im August) war der Gaspreis (gemessen am HVPI – Kategorie Gas), der erneut nachgab und 26,6 % unter seinem Höchststand vom Oktober 2022 lag. Die Jahreswachstumsrate der Strompreise blieb negativ, während sich jene der Kraftstoffpreise nach einem sprunghaften Anstieg in den letzten Monaten wieder ins Positive kehrte. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette verringerte sich der Preisdruck bei Energie weiter. So ging die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Energie im August 2023 auf -30,7 % zurück, nachdem sie im entsprechenden Vorjahresmonat einen Höchststand von 117,3 % erreicht hatte.

#### Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln schwächte sich erneut ab. Hier sank die Jahreswachstumsrate von 9,7 % im August auf 8,8 % im September, war aber aufgrund der anhaltenden Effekte vergangener Schocks weiterhin erhöht

(siehe Abbildung 10). Dieser Rückgang war in erster Linie durch eine geringere Preisdynamik bei verarbeiteten und unverarbeiteten Nahrungsmitteln bedingt. Die Teuerungsrate der verarbeiteten Nahrungsmittel verringerte sich von 10,3 % im August auf 9,4 %, während jene der unverarbeiteten Nahrungsmittel von 7,8 % auf 6,6 % zurückging. Die monatliche Änderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel entsprach im September dem historischen Durchschnitt für diesen Monat. Der Rückgang bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln fiel hingegen geringer aus als in diesem Monat üblich. Da der Effekt des Kostendrucks, der von den Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen ausgegangen war, immer noch nachlässt, dürfte sich der Preisauftrieb bei den Nahrungsmitteln weiterhin abschwächen.

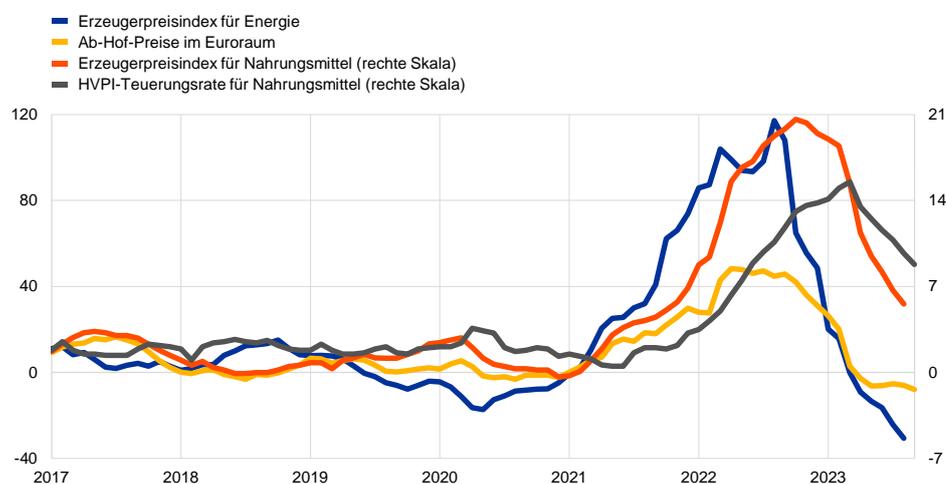
**Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) gemessene Inflation sank von 5,3 % im August auf 4,5 % im September.** Was die einzelnen Komponenten betrifft, so ging die Teuerungsrate für Industrierzeugnisse ohne

Energie von 4,7 % auf 4,1 % zurück. Dies lag daran, dass die Auswirkungen der vergangenen Schocks allmählich abklingen. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen verringerte sich von 5,5 % im August auf 4,7 % im September. Der Rückgang ist jedoch zum Teil den Basiseffekten zuzuschreiben, die sich aus dem Wiederanstieg der Preise für Transportdienstleistungen im vergangenen Jahr ergaben, nachdem das subventionierte Ticket für den öffentlichen Nahverkehr in Deutschland auslief. Zugleich trug auch eine Verlangsamung des Preisanstiegs bei einigen kontaktintensiven Dienstleistungen (wie Gaststätten- und Beherbergungsdienstleistungen) zum Rückgang der Inflation in diesem Sektor bei.

### Abbildung 10

#### Kosten für Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen sowie Nahrungsmittelpreise im HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023 (Erzeugerpreisindizes) bzw. September 2023 (Ab-Hof-Preise im Euroraum und HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel).

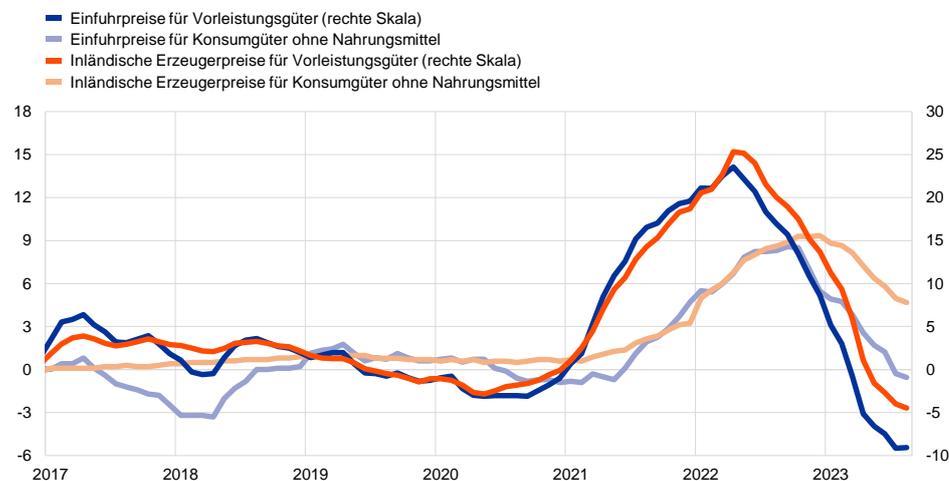
#### Der Inflationsdruck ging entlang der gesamten Wertschöpfungskette weiter zurück (siehe Abbildung 11).

Auf den vorgelagerten Stufen blieb die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter im August negativ (-4,5 % nach -4,0 % im Juli). Eine ähnliche Entwicklung war bei den Einfuhrpreisen für Vorleistungsgüter zu beobachten, allerdings lag die Teuerungsrate hier mit -9,1% nach -9,2 % im Juli noch stärker im negativen Bereich. Auf den nachgelagerten Stufen verringerte sich der Preisauftrieb auf der Erzeugerebene bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel weiter von 5 % im Juli auf 4,7 % im August. Die entsprechende Rate der Importpreise sank von -0,3 % auf -0,6 %. Eine ähnliche Abschwächung der Erzeuger- und Importpreisdynamik war bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln zu beobachten. Dies bestätigt, dass der Preisdruck bei den Verbraucherpreisen für Industrieerzeugnisse ohne Energie wie auch für verarbeitete Nahrungsmittel allmählich nachlässt. Die Euro-Aufwertung in den vergangenen Monaten beeinflusst nach wie vor das Ausmaß und die Entwicklung der Importpreisdynamik und trägt dazu bei, dass sich der Preisdruck verringert.

## Abbildung 11

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

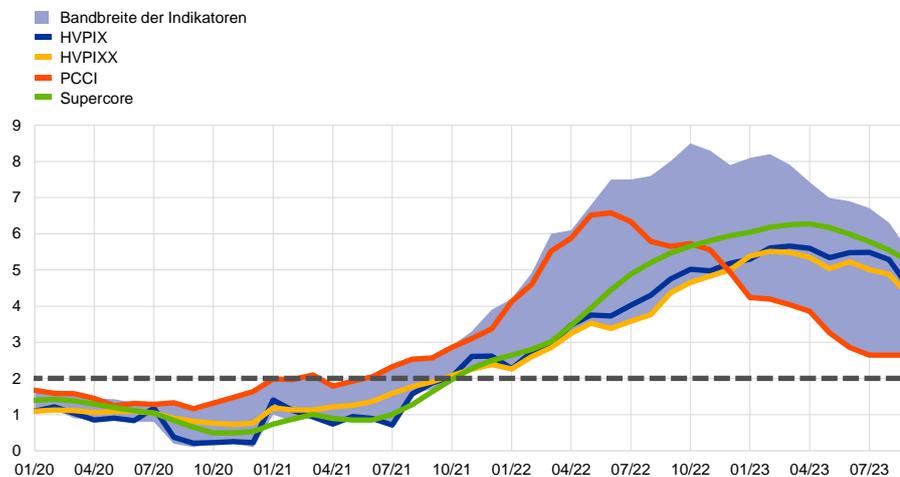
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023.

**Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum waren weiterhin rückläufig, da der Einfluss der vorangegangenen Schocks nachlässt und die geldpolitischen Zügel gestrafft wurden** (siehe Abbildung 12). Einige Messgrößen scheinen ihren Höchststand erreicht zu haben. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) stagniert seit Juli bei 2,6 %. Der HVPIX verringerte sich von 5,3 % im August auf 4,5 % im September; der HVPIXX (HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) sank indes weiter, und zwar von 4,9 % auf 4,3 %. Die relativ kräftigen Rückgänge dieser beiden Indikatoren sind zum Teil auf Basiseffekte im Zusammenhang mit den Preisen für Transportdienstleistungen zurückzuführen. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Positionen umfasst, setzte seine Abwärtsbewegung stetig fort und lag im September bei 5,2 % nach 5,5 % im August. Da der Lohndruck an Bedeutung zunahm, war die binnenwirtschaftliche Inflationsrate weiterhin hoch, fiel aber im genannten Zeitraum von 5,4 % auf 5,2 %. Insgesamt betrachtet spiegelt das Absinken der Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation zwar den nachlassenden Einfluss der vorangegangenen Schocks wider, kann aber in zunehmendem Maße auch auf die geldpolitische Straffung zurückgeführt werden. Dennoch unterstreicht der kräftige binnenwirtschaftliche Preisdruck die wachsende Bedeutung steigender Löhne.

## Abbildung 12

### 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, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), PCCI und ein gewichteter Median. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2023.

### Die Löhne stiegen weiterhin kräftig, vor allem im Dienstleistungssektor, obwohl der Arbeitsmarkt Anzeichen einer Abkühlung zeigt.

Aus den zuletzt verfügbaren Daten geht hervor, dass die Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste im zweiten Quartal 2023 mit 4,4 % unverändert war. Allerdings signalisiert der zukunftsgerichtete Indikator für die Lohnentwicklung nach wie vor, dass der Lohndruck im restlichen Jahresverlauf hoch bleiben wird. Das tatsächliche Lohnwachstum beschleunigte sich im zweiten Quartal 2023 sowohl gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer als auch am Arbeitnehmerentgelt je Stunde. Die Änderungsraten dieser beiden Indikatoren stiegen auf 5,6 % bzw. 5,4 % nach 5,5 % bzw. 4,8 % im ersten Quartal. Der Beitrag der Stückgewinne zum binnenwirtschaftlichen Preisdruck (der an der jährlichen Wachstumsrate des BIP-Deflators gemessen wird) schwächte sich im zweiten Quartal 2023 gegenüber dem historischen Höchstwert im ersten Jahresviertel ab.

### Die meisten umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet blieben mit rund 2 % mehr oder weniger unverändert. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hingegen gingen gegenüber den erhöhten Werten der Sommermonate leicht zurück

(siehe Abbildung 13). Gemäß dem von der EZB für das vierte Quartal 2023 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2028 sowie der Median dieser Erwartungen unverändert auf 2,1 % bzw. 2,0 %. Auch aus der Befragung von Consensus Economics vom Oktober 2023 ergab sich für die längerfristigen Inflationserwartungen ein Wert von 2,1 %. Der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Oktober 2023 zufolge lag der Median der längerfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %. Laut der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey –

CES) vom August 2023 stieg der Median der Erwartungen für die Teuerung in den kommenden zwölf Monaten von 3,4 % im Juli auf 3,5 % im August, während sich der Medianwert der in drei Jahren erwarteten Inflation von 2,4 % auf 2,5% erhöhte.<sup>4</sup> Diese höheren Inflationserwartungen decken sich mit der jüngsten Verteuerung von Kraftstoffen. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs im Euroraum, die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren, gingen im Berichtszeitraum über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg geringfügig zurück. Im kurzen Laufzeitenbereich lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr Ende Oktober bei rund 2,5 % und damit 15 Basispunkte unter seinem Stand zu Beginn des Berichtszeitraums. Zurückzuführen ist diese Entwicklung hauptsächlich auf sinkende Inflationsrisikoprämien, da der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren um rund 10 Basispunkte auf etwa 2,5 % gefallen ist, während vergleichbare Messgrößen in den USA angestiegen sind.

---

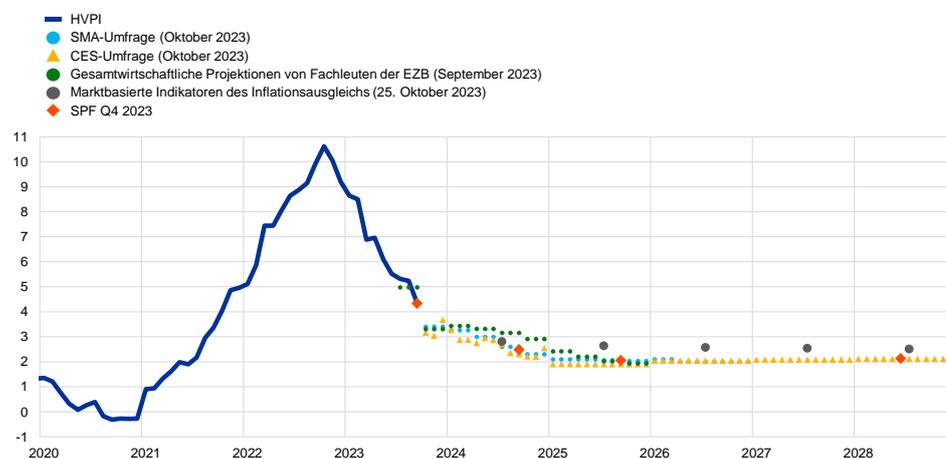
<sup>4</sup> Siehe EZB, [Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: August 2023](#), Pressemitteilung vom 11. Oktober 2023.

## Abbildung 13

### Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

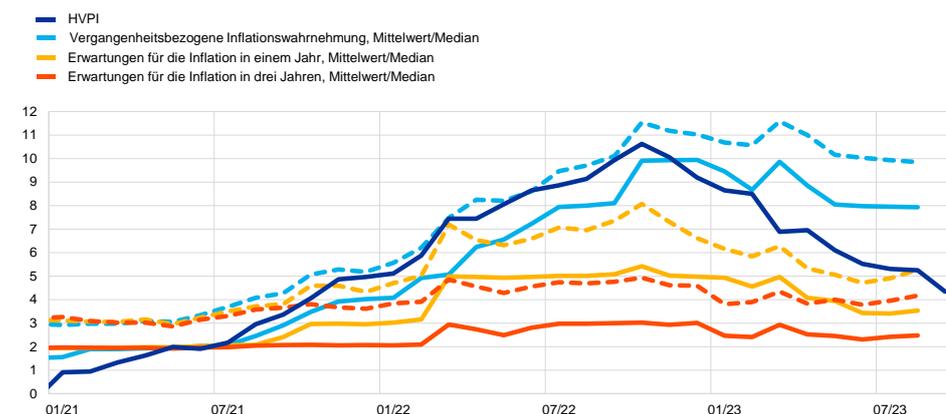
#### a) Gesamtinflation, umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen, Inflationsprojektionen und marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES-Umfrage, SPF-Umfrage, SMA-Umfrage, Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 25. Oktober 2023. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2023 wurde vom 29. September bis zum 5. Oktober 2023 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Oktober 2023. Bei der CES-Umfrage stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Für die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 22. August 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2023 (HVPI) bzw. August 2023 (CES-Umfrage).

## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Die Entwicklung an den Finanzmärkten des Euroraums spiegelte im Berichtszeitraum (14. September bis 25. Oktober 2023) die Erwartung wider, dass die Leitzinsen auf kurze Sicht stabil bleiben dürften. Die längerfristigen Zinssätze stiegen indessen an. Nach dem geldpolitischen Beschluss des EZB-Rats vom September, die drei Leitzinsen der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben, veränderte sich das kurze Ende der risikofreien Kurve im Eurogebiet nur geringfügig. Daran zeigt sich, dass die Leitzinsen nach Einschätzung der Marktteilnehmer ihren Höchststand erreicht haben. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum lagen hingegen merklich höher als zum Zeitpunkt der September-Sitzung. Dies war jedoch im Wesentlichen durch Ansteckungseffekte aus den Vereinigten Staaten bedingt. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum erhöhten sich im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, wobei sich der Renditeabstand italienischer Staatsanleihen etwas vergrößerte. An den Aktienmärkten gaben insbesondere die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nach, da sie durch einen Anstieg der längerfristigen Diskontierungssätze unter Abwärtsdruck gerieten. Unterdessen weiteten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum vor allem im Hochzinsbereich leicht aus. Was die Devisenmärkte betrifft, so wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung ab. Die seit Anfang Oktober zu beobachtende Eskalation der Spannungen im Nahen Osten hatte zwar eine zunehmende Marktvolatilität zur Folge, wirkte sich aber insgesamt nur begrenzt auf die Finanzmärkte im Eurogebiet aus.*

**Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet lagen am Ende des Berichtszeitraums auf ähnlichem Niveau wie um die Zeit der EZB-Ratssitzung im September. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze waren indes deutlich höher.** Der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 387 Basispunkten. Nach dem Beschluss des EZB-Rats vom September, die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte anzuheben, blieb die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) im kurzen Laufzeitenbereich weitgehend stabil. Insgesamt bewegten sich die kurzfristigen Terminzinsen im Berichtszeitraum innerhalb einer engen Spanne. Somit liegt die eingepreiste Wahrscheinlichkeit einer weiteren Leitzinserhöhung weiterhin bei annähernd null. Dies zeigt, dass die Leitzinsen nach Einschätzung der Marktteilnehmer ihren Höchststand erreicht haben. Die Kurve deutet aktuell darauf hin, dass bereits Leitzinssenkungen eingepreist werden: eine erste um 25 Basispunkte für Mitte 2024 und zwei weitere in Höhe von ebenfalls 25 Basispunkten bis Ende 2024. Während sich die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum kaum veränderten, waren die längerfristigen risikofreien Zinsen aufgrund von Ansteckungseffekten aus den Vereinigten Staaten höher als zum Zeitpunkt der September-Sitzung. Allerdings kam es nach der Eskalation der Spannungen im Nahen Osten Anfang Oktober zu einem leichten Abwärtsdruck. So erreichte der zehnjährige nominale risikofreie Zinssatz im Eurogebiet Anfang Oktober einen Höchststand von 3,3 %, bevor er wieder auf etwa 3,2 % zurückging. Am Ende des Berichtszeitraums stand ein Gesamtanstieg von rund 28 Basispunkten zu Buche.

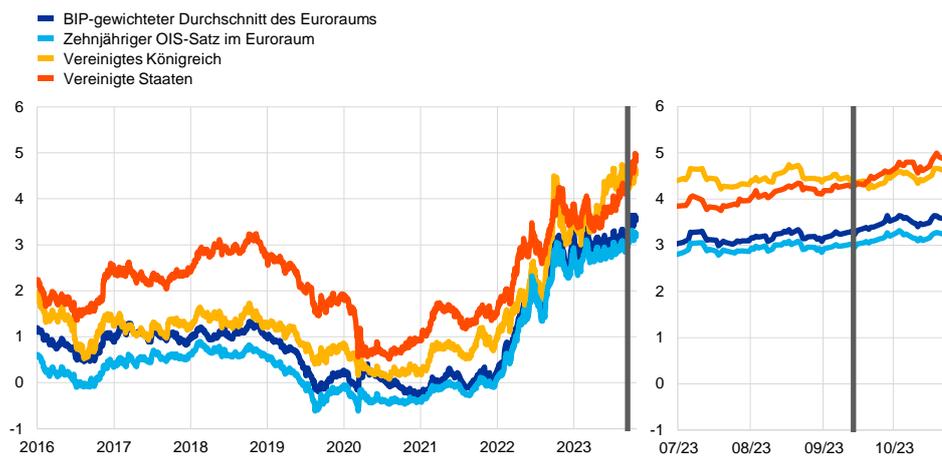
**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen bewegten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, wobei die Renditeabstände insgesamt stabil blieben** (siehe Abbildung 14). Am 25. Oktober lag die

BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum bei rund 3,5 % und damit etwa 25 Basispunkte über ihrem Stand zu Beginn des Berichtszeitraums. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet entwickelten sich weitgehend im Einklang mit den langfristigen risikofreien Zinssätzen. Die entsprechenden Renditeabstände veränderten sich im Berichtszeitraum kaum. Lediglich der Spread italienischer Staatsanleihen weitete sich etwas aus – wahrscheinlich aufgrund idiosynkratischer Faktoren, die unter anderem mit Meldungen zum italienischen Haushaltsentwurf zusammenhingen. Dass die langfristigen Zinssätze im Euroraum angestiegen sind, deckt sich mit der Entwicklung weltweit: So erhöhte sich die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um 41 Basispunkte auf 4,7 % und die Rendite vergleichbarer Anleihen des Vereinigten Königreichs um 20 Basispunkte auf 4,5 %.

#### Abbildung 14

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

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 14. September 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. Oktober 2023.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiteten sich im Berichtszeitraum leicht aus. Am stärksten war die Ausweitung im Hochzinssegment.** Bei Unternehmen mit Investment-Grade-Rating vergrößerten sich die Renditeabstände moderat. Bei Unternehmen mit Non-Investment-Grade-Rating stiegen sie hingegen deutlicher (um mehr als 60 Basispunkte), da die Anleger vermehrt mit Ausfällen rechneten und ihre Risikoaversion zunahm.

Bei Unternehmen mit Investment-Grade-Rating vergrößerten sich die Renditeabstände moderat. Bei Unternehmen mit Non-Investment-Grade-Rating stiegen sie hingegen deutlicher (um mehr als 60 Basispunkte), da die Anleger vermehrt mit Ausfällen rechneten und ihre Risikoaversion zunahm.

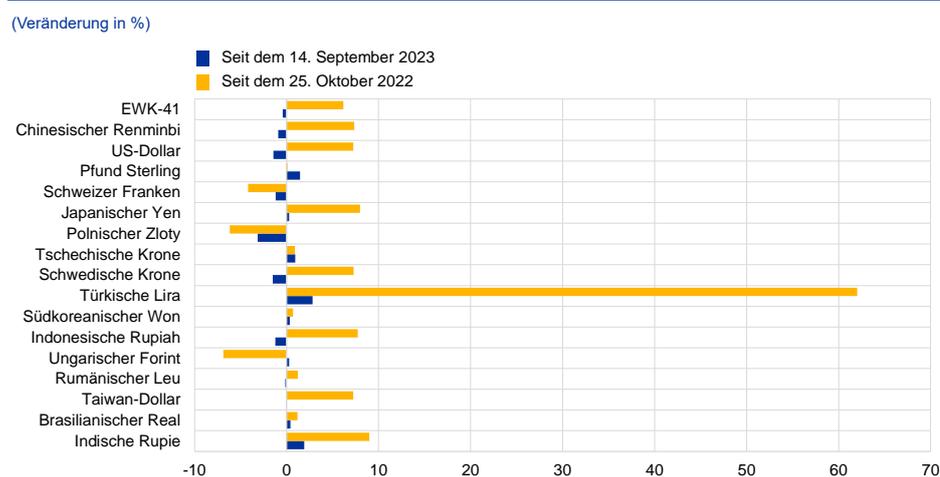
**Die Aktienkurse im Eurogebiet waren im Berichtszeitraum rückläufig, denn sie gerieten durch einen Anstieg der längerfristigen Diskontierungssätze und die jüngste Verschärfung der geopolitischen Risiken unter Abwärtsdruck.**

Aufgrund der höheren Diskontierungssätze gaben die marktbreiten Aktienindizes sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten im Berichtszeitraum um mehr als 6 % nach. Im Eurogebiet waren fast alle Sektoren von den Verlusten

betroffen. Dabei schnitten zinssensible Branchen wie Versorgungs- und Telekommunikationsunternehmen schlechter ab als der marktweite Index, der Finanzsektor hingegen besser. Insgesamt verzeichneten die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet im Berichtszeitraum ein Minus von rund 6,8 %, während Bankwerte lediglich um 3,7 % nachgaben. In den USA sanken die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um rund 7 % und die Bankwerte sogar um 9,5 %. Es ist davon auszugehen, dass sich die seit Anfang Oktober beobachtete Eskalation der Spannungen im Nahen Osten ungünstig auf die allgemeine Risikostimmung und die Volatilität an den Aktienmärkten ausgewirkt hat. Allerdings halten sich die Auswirkungen insgesamt bislang in Grenzen, denn die anfänglichen Kursverluste wurden im weiteren Verlauf wieder weitgehend wettgemacht.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung ab** (siehe Abbildung 15). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, gab im Berichtszeitraum um 0,4 % nach. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse gegenüber einigen wichtigen Währungen betrifft, so wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi und dem Schweizer Franken ab (-1,4 %, -0,9 % bzw. -1,2 %). Schwächer notierte er auch gegenüber den Währungen einiger EU-Länder, die nicht dem Eurogebiet angehören (-3,1 % zum polnischen Zloty und -1,5 % zur schwedischen Krone). Wertgewinne verzeichnete der Euro hingegen zum Pfund Sterling (+1,4 %), zum japanischen Yen (+0,3 %), zur türkischen Lira (+2,8 %) und zur indischen Rupie (+1,9 %).

**Abbildung 15**  
Veränderung 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 25. Oktober 2023.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Die geldpolitische Straffung der EZB wirkt weiterhin stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Finanzierungskosten der Banken und ihre Zinssätze im Aktivgeschäft stiegen weiter an und erreichten den höchsten Stand seit 2008 (Kredite an Unternehmen) bzw. seit Mitte 2011 (Wohnungsbaukredite an private Haushalte). Im Betrachtungszeitraum vom 14. September bis zum 25. Oktober 2023 führte der deutliche Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze dazu, dass sich die marktbasierende Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wie auch deren Finanzierung über Eigenkapital erheblich verteuerte. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum geht hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien für alle Kreditkategorien im dritten Quartal 2023 weiter verschärfen. Überdies ging die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte abermals deutlich zurück. Angesichts der gestiegenen Kreditzinsen, der geringeren Kreditnachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien blieb die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im August und September schwach. Das jährliche Geldmengenwachstum sank erneut. Verantwortlich dafür waren hohe Opportunitätskosten, ein verhaltenes Kreditwachstum und die Bilanzverkürzung des Eurosystems.*

**Da die Einlagenzinsen und die Renditen von Bankanleihen weiter stiegen, nahmen die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum erneut zu.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Eurogebiet erhöhte sich im August 2023 moderat und erreichte den höchsten Stand seit über zehn Jahren, wobei im Ländervergleich eine zunehmende Heterogenität zu beobachten war (siehe Abbildung 16, Grafik a). Die Renditen von Bankanleihen gingen im August etwas zurück, wobei dieser Rückgang im September und Oktober wieder mehr als ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 16, Grafik b).<sup>5</sup> Sie zeichneten damit die Entwicklung der Staatsanleiherenditen nach. Die Einlagenzinsen nahmen weiter stetig zu. Je nach Instrument und Sektor zeigten sich dabei jedoch gewisse Unterschiede. So waren die Zinssätze für Unternehmen nach wie vor höher als für private Haushalte. Allerdings zogen die Zinsen für private Haushalte im August kräftiger an. Der Zinsabstand zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen nahm weiter zu. Darin spiegeln sich die höheren Geldmarktsätze wider, die die Einleger dazu veranlassten, ihre täglich fälligen Einlagen in großem Umfang in Termineinlagen und andere höherverzinsliche Instrumente umzuschichten. Wie stark die Leitzinsänderungen auf die Einlagenzinsen durchwirken, unterscheidet sich indes zwischen den einzelnen Ländern und Banken nach wie vor erheblich. Zurückzuführen ist dies in erster Linie auf Unterschiede im Wettbewerb, beim Liquiditätsbedarf und bei den regulatorischen Regelungen.

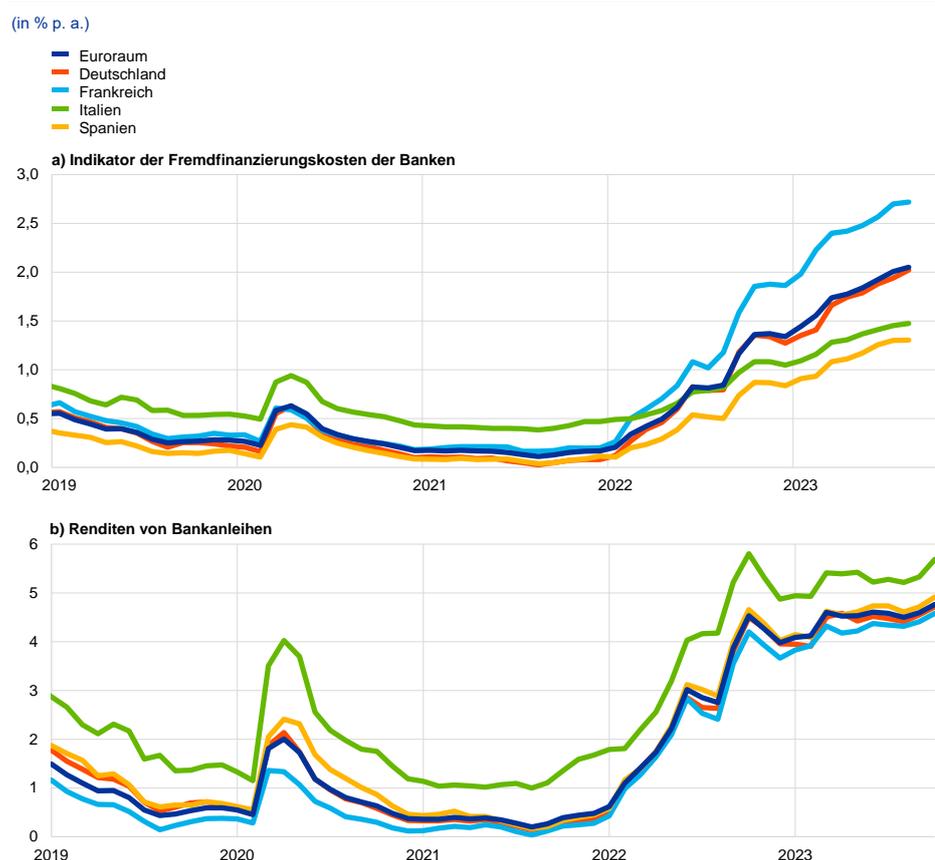
**Das Auslaufen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) trug in einem Umfeld, das sich durch eine immer noch umfangreiche systemweite Liquidität auszeichnete, zu einem Abbau der Überschussliquidität**

<sup>5</sup> Wären die gestiegenen Kosten für die Kreditaufnahme am Interbankenmarkt ebenfalls in die Berechnung des Indikators der Finanzierungskosten der Banken eingeflossen, dann hätten sich die Gesamtfinanzierungskosten seit Beginn des Zinserhöhungszyklus noch deutlicher erhöht. Allerdings wäre das Ausgangsniveau dann niedriger gewesen.

**bei.** Der Gesamtbetrag der noch ausstehenden GLRG III verringerte sich um insgesamt 1,622 Billionen € und belief sich nach dem Fälligkeitstermin am 27. September 2023 auf nunmehr 491 Mrd. €. Dies waren 77 % weniger als vor der Rekalibrierung der Verzinsung der GLRG III im Oktober 2022 (2,113 Billionen €).<sup>6</sup> Um die geringere Liquiditätsbereitstellung durch die EZB zu kompensieren, emittierten die Banken mehr Schuldverschreibungen und Geldmarktinstrumente. Zudem konkurrierten sie aktiver um Einlagen, indem sie deren Verzinsung anhoben. In der Folge zogen Sparer Einlagen von Banken mit weniger attraktiven Zinskonditionen ab und legten sie stattdessen bei Instituten an, die ihre Einlagenzinsen zügiger anhoben. Die Emission von Anleihen ist für die Banken teurer als die Refinanzierung über Einlagen und GLRGs. Dennoch haben sie vor dem Hintergrund des Auslaufens der GLRGs und der sinkenden Bestände an täglich fälligen Einlagen ihr Anleihemissionsvolumen seit September 2022 erhöht.

### Abbildung 16

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums



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 Neugeschäftzinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 25. Oktober 2023 (Renditen von Bankanleihen).

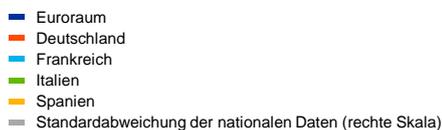
<sup>6</sup> Siehe EZB, EZB rekalibriert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht, Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

**Im August stiegen die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte weiter an. Ursächlich hierfür waren die höheren Leitzinsen der EZB und strengere Kreditrichtlinien.** Die EZB hat ihre Leitzinsen rasch und stark angehoben, und zwar von Juli 2022 bis September 2023 um insgesamt 450 Basispunkte. Hierdurch sind die Kreditzinsen in allen Euro-Ländern sowohl für Unternehmen als auch für Privathaushalte kräftig gestiegen (Abbildung 17). Die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben den höchsten Stand seit Ende 2008 erreicht. Vor dem Hintergrund einer rückläufigen Neukreditvergabe und restriktiverer Kreditrichtlinien fiel der Anstieg im August allerdings etwas gemäßiger aus als in den Vormonaten. Die Zinsen für Unternehmenskredite erhöhten sich auf 4,99 %, verglichen mit 4,94 % im Juli 2023 und 1,55 % im Mai 2022 (also bevor die EZB die erste Zinserhöhung im aktuellen Straffungszyklus signalisierte). Am kräftigsten nahmen die Zinssätze bei Krediten mit einer Zinsbindung von weniger als einem Jahr zu. Bei den längeren Zinsbindungsfristen waren sie im August hingegen rückläufig, sodass es zu einer Inversion der Zinsstrukturkurve kam. Die Bankzinsen für neue Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte stiegen ebenfalls weiter an und erreichten im August mit 7,25 % den höchsten Stand seit Ende 2008. Im Juli 2023 hatten sie noch bei 7,07 % und im Mai 2022 bei 4,68 % gelegen. Auch die Zinsen für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte legten abermals zu und beliefen sich im August auf 3,85 % (verglichen mit 3,76 % im Juli 2023 und 1,78 % im Mai 2022). Dies ist das höchste Niveau seit Mitte 2011. Der Anstieg im August war in fast allen Ländern zu beobachten. Er fiel bei den variabel verzinslichen Hypothekarkrediten stärker aus als bei festverzinslichen Kontrakten. Gemäß den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom August 2023 erwarten die Verbraucherinnen und Verbraucher, dass sich die Hypothekenzinsen in den nächsten zwölf Monaten etwas oberhalb des aktuellen Niveaus stabilisieren werden. Darin kommt möglicherweise zum Ausdruck, dass der Zinsstraffungszyklus inzwischen eine fortgeschrittene Phase erreicht hat. Unter dem Strich schätzte ein Großteil der Befragten die Kreditrichtlinien als restriktiv ein und rechnete damit, dass es in den nächsten zwölf Monaten schwieriger werden wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen waren für Unternehmen wie auch für private Haushalte nach wie vor gering (siehe Abbildung 17, Grafik a und b).

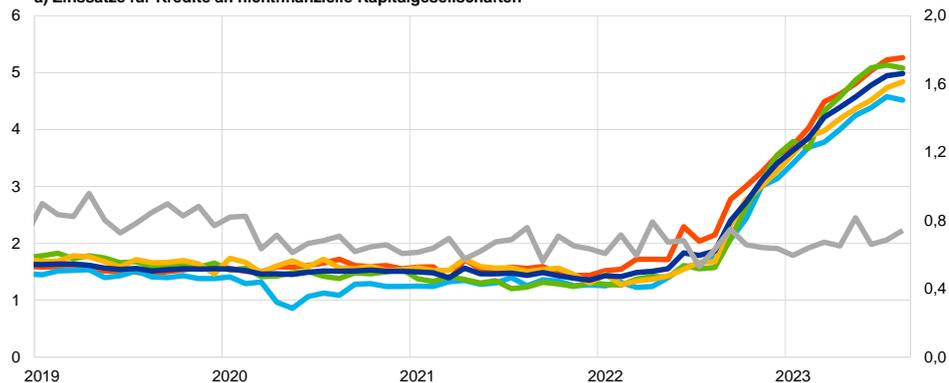
## Abbildung 17

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

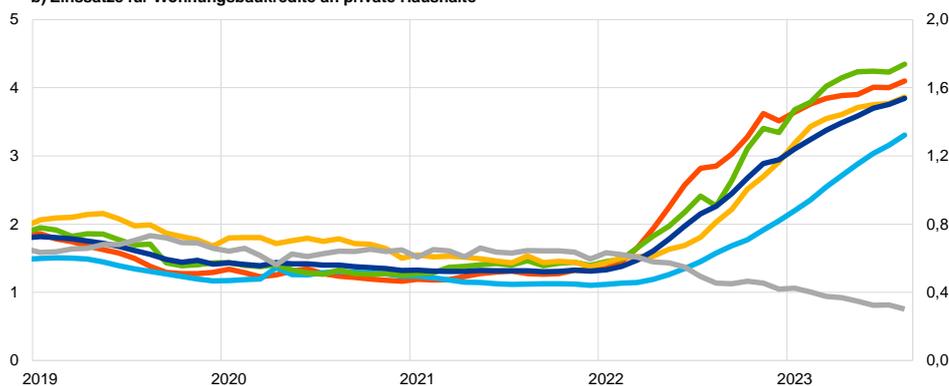
(in % p. a.; Standardabweichung)



a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 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 August 2023.

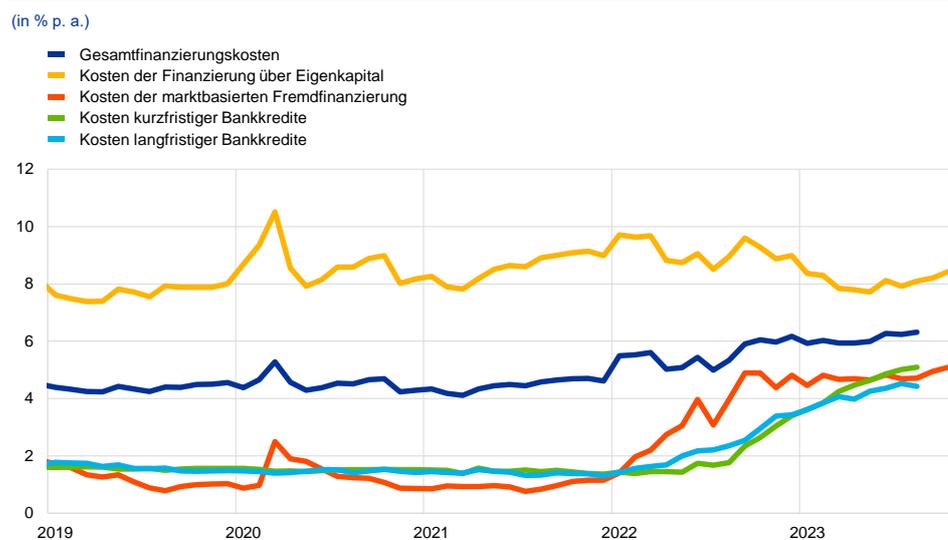
### Vom 14. September bis zum 25. Oktober 2023 wurden die marktbasiertere Fremdfinanzierung und die Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erheblich teurer.

Im August 2023 stiegen die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiertere Fremdfinanzierung und der Finanzierung über die Aufnahme von Eigenkapital) im Vormonatsvergleich um 10 Basispunkte auf 6,3 % (siehe Abbildung 18).<sup>7</sup> Ausschlaggebend hierfür waren die höheren Kosten für Eigenkapital. In geringerem Maße trugen aber auch die Verteuerung der marktbasiertere Fremdfinanzierung (die aus der Ausweitung der

<sup>7</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme sind Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis August 2023 verfügbar.

Renditeabstände im Investment-Grade- wie auch im Hochzinsbereich resultierte) und der kurzfristigen Kreditaufnahme bei Banken zu diesem Anstieg bei. Zugleich sanken die Kosten für langfristige Bankkredite. Hierdurch wurde die Verteuerung der anderen Finanzierungskomponenten teilweise kompensiert. Im Ergebnis blieben die Gesamtfinanzierungskosten im August in der Nähe der erhöhten Werte, die zuletzt im September 2022 und zuvor Ende 2011 verzeichnet worden waren. Die deutliche Verteuerung der marktbasierter Fremdfinanzierung im Berichtszeitraum war vor allem durch den beträchtlichen Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze bedingt. Doch auch die erneute Ausweitung der Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen insbesondere im Hochzinsbereich (siehe Abschnitt 4) spielte diesbezüglich eine Rolle. Unterdessen war die kräftige Zunahme der Kosten der Eigenkapitalfinanzierung fast ausschließlich dem gestiegenen risikofreien Zinssatz (näherungsweise bestimmt durch den zehnjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps) geschuldet, in geringem Maße aber auch der etwas höheren Aktienrisikoprämie.

**Abbildung 18**  
 Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg und Thomson Reuters.  
 Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften basieren auf Monatswerten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital (beides 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 25. Oktober 2023 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf August 2023 (beides Monatswerte).

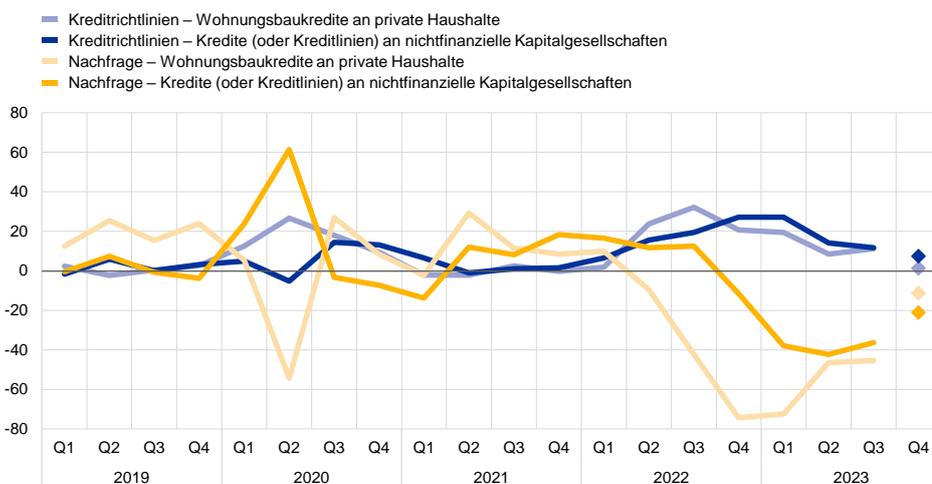
**Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2023 wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal 2023 erneut restriktiver ausgestaltet** (siehe Abbildung 19). Seit Anfang 2022 sind die Kreditrichtlinien in kumulierter Betrachtung somit erheblich verschärft worden. Dementsprechend hat sich die Kreditdynamik merklich abgeschwächt. Bei den Unternehmenskrediten begründeten die Banken die Verschärfung der Kreditrichtlinien erneut hauptsächlich mit der unternehmensspezifischen Lage und mit den Konjunkturaussichten. Hierin spiegeln sich die höheren Kreditrisiken im Zusammenhang mit den gestiegenen Schuldendienstkosten und dem schwachen Wirtschaftswachstum wider. Insgesamt

fürten die Banken die restriktiveren Kreditrichtlinien in erster Linie auf ihre schlechtere Liquiditätsposition zurück. Doch auch eine geringere Risikotoleranz, höhere Refinanzierungskosten und eine ungünstigere Bilanzsituation wurden als Beweggründe genannt. Im vierten Quartal 2023 dürften die Banken ihre Kreditrichtlinien nach eigener Einschätzung erneut verschärfen, allerdings nicht mehr so stark wie bisher.

### Abbildung 19

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

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen dar, die die Banken in der aktuellen Erhebung meldeten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

**Auch die Richtlinien für Kredite an private Haushalte wurden im dritten Quartal 2023 nach Angabe der Banken erneut restriktiver ausgestaltet – und zwar deutlich stärker als zuvor erwartet.** Dabei wurden die Richtlinien für Wohnungsbaukredite mehr verschärft als im Vorquartal. Maßgeblich hierfür waren eine gestiegene Risikoeinschätzung in Bezug auf die wirtschaftlichen Aussichten und die kreditnehmerspezifische Situation sowie eine geringere Risikotoleranz der Banken. Bei Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten wurden die Vergaberichtlinien ebenfalls weiter verschärft, wenn auch in etwas geringerem Umfang als zuvor. Für das vierte Quartal 2023 gehen die Banken davon aus, dass die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte weitgehend unverändert bleiben. Bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte rechnen sie indes per saldo mit einer weiteren Verschärfung.

**Der Umfrage zufolge nahm die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte im dritten Quartal 2023 stärker ab als von den Banken erwartet.** Die rückläufige Nachfrage nach Unternehmenskrediten war vor allem auf die höheren Zinsen und niedrigere Anlageinvestitionen zurückzuführen. Auch bei den Wohnungsbaukrediten spielten die gestiegenen Zinsen eine Rolle, in geringerem

Maße aber auch die sich eintrübenden Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und das schwache Verbrauchervertrauen. Für das vierte Quartal 2023 erwarten die Banken unter dem Strich einen weiteren, wenn auch weniger deutlichen Rückgang der Nachfrage nach Unternehmens- und Wohnungsbaukrediten.

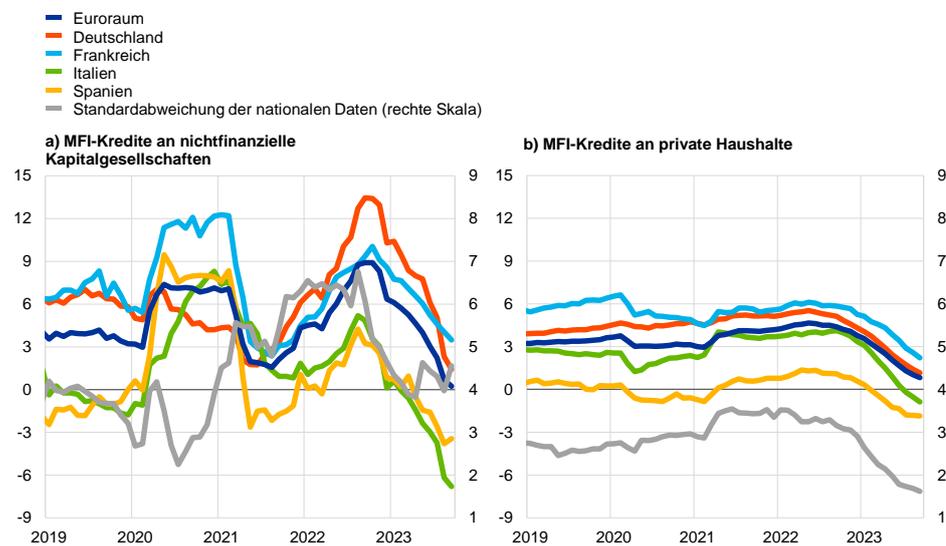
**Auch das Auslaufen der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB bremste nach Auskunft der Banken das Kreditwachstum, da es ihre Refinanzierungs- und Liquiditätsposition belastete.** Im dritten Quartal 2023 verschlechterte sich der Zugang der Banken zu Refinanzierungsmitteln in allen Marktsegmenten, insbesondere aber der Zugang zur Retail-Refinanzierung. Der Abbau der geldpolitischen Wertpapierportfolios der EZB und das Auslaufen der GLRG III belasteten den Banken zufolge deren Finanzierungsbedingungen und Liquiditätsposition. Dies wirkte in Richtung einer weiteren Verknappung des Kreditangebots. Im Zuge dessen kam es zu einer Verschärfung der Kreditbedingungen und zu einem Abwärtsdruck auf das Kreditvolumen. Beide Faktoren dürften sich in den kommenden sechs Monaten verstärken. In Bezug auf ihre Ertragslage gaben die Banken an, dass sich die Zinsschritte der EZB weiterhin spürbar positiv auf ihre Nettozinsmargen auswirkten und dass auch vom geldpolitischen Portfolio der EZB insgesamt ein positiver Effekt ausging. Allerdings dürften sich die günstigen Auswirkungen auf das Zinsergebnis in den kommenden sechs Monaten abschwächen, weil sie wohl zunehmend durch Kapitalverluste und einen höheren Rückstellungsbedarf ausgeglichen werden.

**Angesichts der gestiegenen Kreditzinsen, einer geringeren Kreditnachfrage und der restriktiveren Kreditrichtlinien war die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im August und September weiter schwach.** Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sank im September auf 0,2 %, nachdem sie im August noch 0,7 % und im Juli 2,2 % betragen hatte (siehe Abbildung 20, Grafik a). Allerdings gab es beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Laufzeiten. Die niedrigere Wachstumsrate war auf den Einbruch der Kreditnachfrage zurückzuführen, der zum Teil den gestiegenen Kreditzinsen und entsprechenden Kürzungen in der Ausgabenplanung geschuldet war, zum Teil aber auch der weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien. Die monatlichen Kreditströme zeigten indes eine gewisse Volatilität. So kam es bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im August zu umfangreichen Nettotilgungen, die dann im September wieder teilweise ausgeglichen wurden. Im Durchschnitt belaufen sich die monatlichen Kreditströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte seit Anfang 2023 auf annähernd null. Bei den Krediten an private Haushalte schwächte sich das jährliche Wachstum angesichts der negativen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, der erneuten Verschärfung der Kreditrichtlinien und der gestiegenen Kreditzinsen von 1,3 % im Juli auf 1,0 % August und weiter auf 0,8 % im September ab (siehe Abbildung 20, Grafik b). Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die Wohnungsbaukredite und Kredite an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit). Indessen zeigten sich die Konsumentenkredite trotz restriktiverer Kreditrichtlinien und eines geringeren Verbrauchervertrauens widerstandsfähiger.

## Abbildung 20

### MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) 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 September 2023.

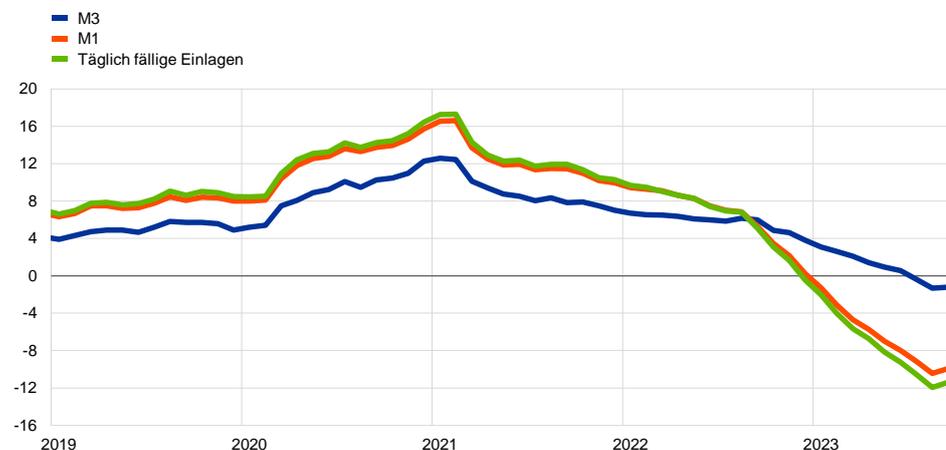
### Die Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen setzten sich auch im August und September fort, wobei sich die Einlagen von Unternehmen sehr volatil entwickelten.

Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen erreichte im Berichtszeitraum neue historische Tiefstände. Nach -10,5 % im Juli lag sie im August bei -12,0 % und im September bei -11,4 % (siehe Abbildung 21). Durch die Leitzinserhöhungen weitete die Zinsdifferenz zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen aus, denn die Zinssätze für täglich fällige Einlagen passten sich – wie bereits in früheren Straffungszyklen – langsamer an die Leitzinsänderungen an als die Zinsen für Termineinlagen. Dies trieb die Opportunitätskosten für das Halten liquider Anlagen in die Höhe und leistete der Umschichtung von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen Vorschub. Die privaten Haushalte reagierten diesbezüglich zunächst langsamer als die Unternehmen. In den letzten Monaten schichteten sie jedoch mehr Mittel in Termineinlagen und andere Anlageformen mit höherer Vergütung um als in täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist. Teilweise hing dies mit staatlichen Initiativen zusammen. Das außergewöhnliche Ausmaß der Umschichtungen lässt sich damit erklären, dass die EZB ihre geldpolitischen Zügel diesmal rascher angezogen hat als in früheren Straffungszyklen.

## Abbildung 21

### M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2023.

**Das jährliche Geldmengenwachstum war weiter rückläufig. Verantwortlich hierfür waren die hohen Opportunitätskosten, das verhaltene Kreditwachstum und die Bilanzverkürzung des Eurosystems.** Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 im Euroraum erreichte im August einen neuen historischen Tiefstand von -1,3 % und blieb auch im September mit -1,2 % in der Nähe dieses Niveaus; im Juli hatte es noch bei -0,4 % gelegen (siehe Abbildung 21). Die monatliche Geldmengendynamik wies eine gewisse Volatilität auf. So kam es im Juli und August zu beträchtlichen Abflüssen, die im September durch einen hohen Zufluss aus der übrigen Welt im Zusammenhang mit außergewöhnlich hohen Emissionen von Staatsanleihen aus dem Euroraum nahezu ausgeglichen wurden. Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 blieb mit -9,9 % im September nach -10,4 % im August und -9,2 % im Juli weit im negativen Bereich. Insgesamt wird die monetäre Dynamik weiterhin durch mehrere Faktoren gedämpft. Erstens hat die Kreditvergabe an den privaten Sektor in den letzten Monaten praktisch keinen Beitrag mehr zum Geldmengenwachstum geleistet. Zweitens entzieht der anhaltende Abbau des Wertpapierportfolios des Eurosystems dem Finanzsystem Liquidität, weil sich das Einlagenvolumen verringert, wenn die in den Portfolios enthaltenen Staatsanleihen nun nach und nach fällig werden. Drittens dämpfen auch die GLRG-Rückzahlungen und die höheren Opportunitätskosten der Haltung liquider Anlagen die monetäre Dynamik, weil sie die Banken dazu veranlassen, Anleihen mit längeren Laufzeiten zu begeben, die nicht zur Geldmenge M3 zählen.

# Kästen

## 1 Globale Produktion und Lieferkettenrisiken – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen

Maria Grazia Attinasi, Demosthenes Ioannou, Laura Lebastard und Richard Morris

**Die geopolitischen Risiken und ihre Auswirkungen auf die globale Produktion und den Welthandel werden zwar viel diskutiert, aber es gibt kaum empirische Belege für die zunehmende Fragmentierung der globalen Wertschöpfungsketten.** Störungen aufgrund der Corona-Pandemie (Covid-19), des russischen Krieges gegen die Ukraine und der allgemein steigenden geopolitischen Spannungen werfen die Frage auf, ob sich gerade ein Trend zur Deglobalisierung vollzieht. Die meisten bisherigen Analysen lassen keine wesentlichen Veränderungen der aggregierten europäischen Handelsströme erkennen. Zu bedenken ist aber, dass es eine gewisse Zeit dauern kann, bis Unternehmen ihre Handelsbeziehungen und ihr Versorgungskettenmanagement angepasst haben und dies Wirkung zeigt, denn die Modifizierung von Geschäftsmodellen, Lieferketten und Verträgen ist mit Herausforderungen und Kosten verbunden.<sup>1</sup> Umfragen sind ein hilfreiches Instrument, um neue Entwicklungen zu identifizieren. Daher haben unter anderem die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, die Banca d'Italia und die Deutsche Bundesbank kürzlich Unternehmen zu ihren Lieferkettenrisiken befragt.<sup>2</sup>

**In diesem Kasten werden die Ergebnisse einer kürzlich von der EZB durchgeführten Umfrage unter führenden Unternehmen im Euroraum zusammengefasst. Dabei galt das Hauptaugenmerk den Entscheidungen der Unternehmen bezüglich des Produktionsstandorts und der Beschaffung von Vorleistungen, insbesondere im Zusammenhang mit Lieferkettenrisiken.**<sup>3</sup> Bei den befragten Unternehmen handelt es sich überwiegend um multinationale Konzerne mit umfangreichen Aktivitäten in der EU, die aber zumeist auch einen großen Teil ihrer Geschäftstätigkeit außerhalb der EU ausüben. Tabelle A am Ende

<sup>1</sup> Siehe M. Di Sano, V. Gunnella und L. Lebastard, [Deglobalisation: risk or reality?](#), Der EZB-Blog, 12. Juli 2023; S.-H. Koh, C. MacLeod und E. Rusticelli, [Shifting sands: trade partner patterns since 2018](#), OECD, Blog-Beitrag vom 12. Juli 2023.

<sup>2</sup> Die Umfrage der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE) bezieht sich auf 15 EBWE-Mitgliedstaaten; siehe EBWE, [Global supply chains in turbulence](#), Transition Report 2022-2023, 2022. Die Umfrage der Banca d'Italia wurde unter italienischen Firmen durchgeführt; siehe M. Bottone, M. Mancini und T. Padellini, [Navigating Fragmentation Risks: China Exposure and Supply Chains Reorganization among Italian Firms](#), Banca d'Italia, 2023. In der Erhebung der Deutschen Bundesbank wurden deutsche Unternehmen befragt. Hier ist die Datenerhebung abgeschlossen, und die Auswertung folgt in Kürze.

<sup>3</sup> An der Umfrage nahmen Unternehmen teil, mit denen die EZB im Rahmen ihrer Informationsbeschaffung über aktuelle Geschäftstrends regelmäßig in Kontakt steht. In der Zeit von Juli bis August 2023 gingen insgesamt 65 Antworten ein. Gemessen an der Gesamtzahl der Unternehmen ist dies eine relativ kleine Stichprobe, doch die aggregierte Wertschöpfung, die diese Unternehmen weltweit erzeugen, entspricht rund 5 % des BIP im Euroraum.

dieses Kastens gibt einen Überblick über die Geschäftsaktivitäten, denen die befragten Unternehmen außerhalb der EU nachgehen. Der Fragebogen setzte sich aus drei Teilen zu folgenden Themen zusammen: a) Trends hinsichtlich der Produktions- bzw. Betriebsstandorte und ihre Bestimmungsfaktoren, b) Trends in Bezug auf die Beschaffung von Vorleistungen sowie Abhängigkeiten und Lieferkettenrisiken und c) Auswirkungen dieser Trends auf die Geschäftstätigkeit, die Beschäftigung und die Preise.

**Diese großen Unternehmen gehen davon aus, dass sie in den nächsten fünf Jahren verstärkt Standorte verlagern werden, um ihr Unternehmen widerstandsfähiger zu machen** (siehe Abbildung A). Sie wurden gefragt, inwiefern sich ihre Produktions- bzw. Betriebsstandorte in den letzten fünf Jahren verändert haben und mit welcher Entwicklung sie diesbezüglich in den kommenden fünf Jahren rechnen. Die Antworten deuten darauf hin, dass in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich mehr Unternehmen Produktionskapazitäten verlagern werden (und zwar sowohl in die EU als auch aus der EU) als in den fünf Jahren zuvor.<sup>4</sup> Dabei rechnen noch immer mehr Unternehmen damit, ihre Produktion aus der EU heraus zu verlegen, als umgekehrt. Zudem geht ein höherer Anteil der Firmen davon aus, dass sie in den kommenden fünf Jahren tendenziell, a) mehr Produktionskapazitäten geografisch näher an den Endproduktionsstandort oder das Absatzland verlagern werden („Nearshoring“), b) die Geschäfte stärker über verschiedene Länder hinweg diversifizieren werden und/oder c) mehr Produktionskapazitäten innerhalb von Ländern oder in Länder verlagern werden, die dem Hauptabsatzland politisch näher stehen („Friendshoring“), als es in den vergangenen fünf Jahren der Fall war.<sup>5</sup> Das Nearshoring der Produktion (d. h. Produktion „lokal für lokal“) war auch schon zuvor ein recht gängiger Trend, der sich nun noch verstärken dürfte.<sup>6</sup> Das Friendshoring der Produktion war dagegen bisher eher unüblich, dürfte sich aber den Angaben zufolge in Zukunft viel stärker verbreiten. So planen aktuell 42 % der Firmen, diese Strategie anzuwenden, verglichen mit nur 11 % in den vergangenen fünf Jahren. Betrachtet man die Ergebnisse im Detail, so zeigt sich, dass vor allem Unternehmen, die bereits Nearshoring betreiben oder dies vorhaben, nun auch davon ausgehen, dass sie einige Geschäftsaktivitäten diversifizieren oder in politisch nahestehende Länder verlagern werden. Dabei handelt es sich etwa im gleichen Maße um Unternehmen, die angaben, mehr Produktion in die EU verlagern zu wollen, und solche, die eine Verlegung aus der EU heraus in Betracht ziehen.

---

<sup>4</sup> Mit Blick auf den Brexit wurden die Befragten gebeten, die ausschließlich durch die Reklassifizierung des Vereinigten Königreichs als Nicht-EU-Staat bedingten Veränderungen außer Acht zu lassen, wenn es sich dabei nicht um eine physische Veränderung des Produktionsstandorts oder des Zugangs zu Vorleistungen gehandelt hat.

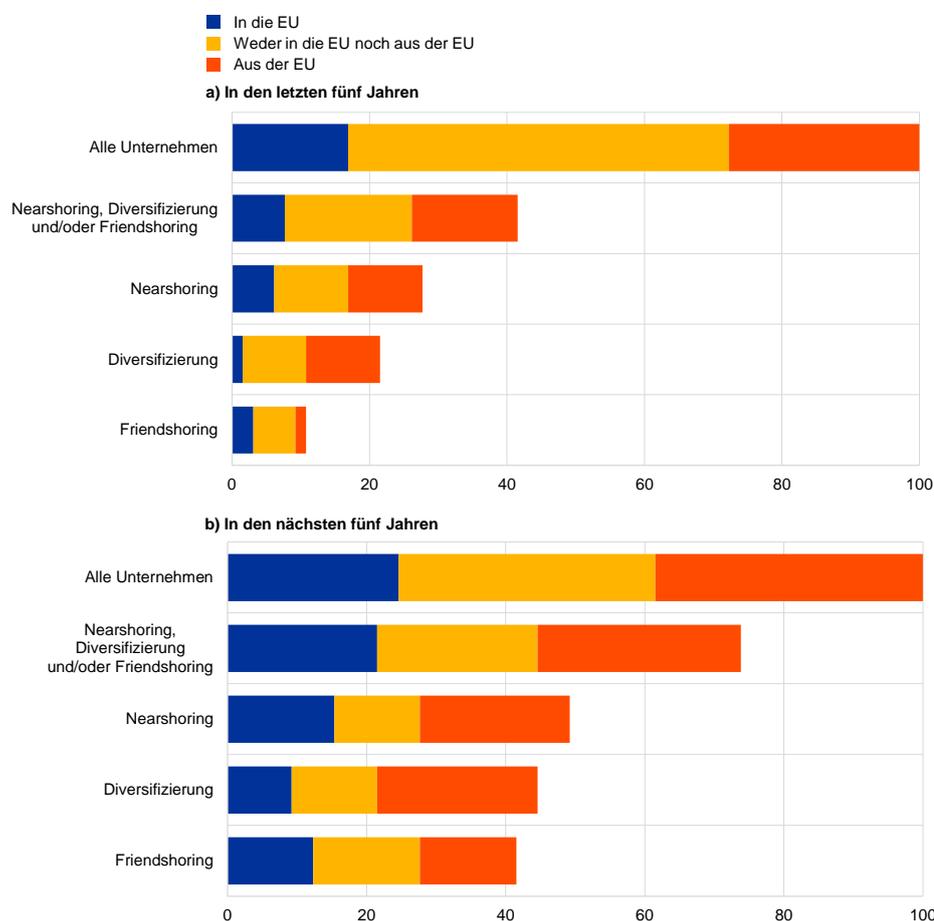
<sup>5</sup> 42 % der Unternehmen gaben an, in den letzten fünf Jahren Produktionskapazitäten aufgrund von Nearshoring, Diversifizierung und/oder Friendshoring verlagert zu haben, und 74 % erwarteten, dies in den nächsten fünf Jahren zu tun.

<sup>6</sup> 28 % der Unternehmen meldeten, dass sie in den letzten fünf Jahren Produktionskapazitäten aufgrund von Nearshoring verlagert haben, während 49 % der Unternehmen dies nach eigenem Bekunden in den kommenden fünf Jahren vorhaben. Es fällt auf, dass die erste Zahl mit dem Anteil derjenigen Unternehmen übereinstimmt, die in einer ähnlichen Umfrage der EZB aus dem Jahr 2016 angaben, es sei in den vergangenen fünf Jahren üblicher geworden, dass Firmen in ihrer Branche in den lokalen Vertriebsmärkten für ihre Waren und Dienstleistungen produzieren bzw. aktiv sind. Siehe EZB, [Internationale Produktionsstrukturen aus europäischer Perspektive: Erkenntnisse aus einer Umfrage unter Großunternehmen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

## Abbildung A

### Vergangene und künftige Trends im Hinblick auf die Produktions- bzw. Betriebsstandorte

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

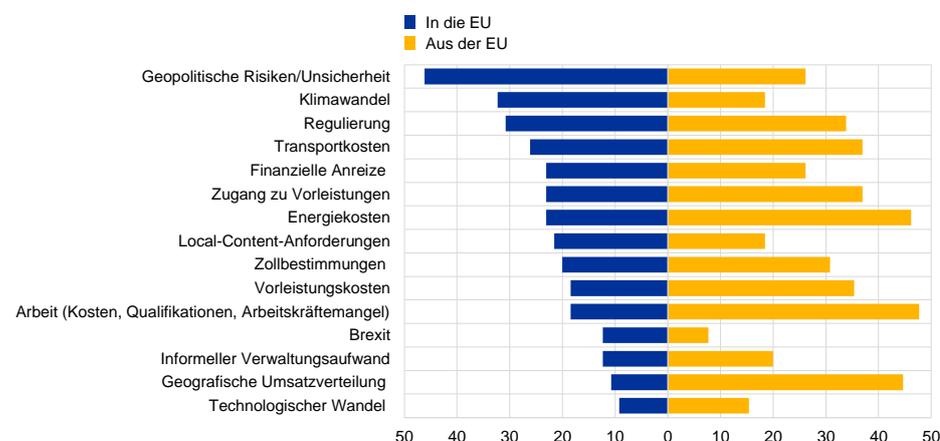
Anmerkung: Antworten auf die Frage: „Wie haben sich die Produktions- bzw. Betriebsstandorte Ihres Unternehmens in den letzten fünf Jahren verändert und mit welcher Entwicklung rechnen Sie diesbezüglich in den kommenden fünf Jahren?“ Die Befragten konnten eine oder mehrere der folgenden Antwortoptionen wählen: Tendenz, a) mehr Produktions- bzw. Betriebsstandorte in die EU zu verlagern, b) mehr Produktions- bzw. Betriebsstandorte aus der EU heraus zu verlagern, c) mehr Produktions- bzw. Betriebsstandorte geografisch näher an den Endproduktionsstandort oder das Absatzland zu verlagern („Nearshoring“), d) Produktions- bzw. Betriebsstandorte stärker über verschiedene Länder hinweg zu diversifizieren, e) mehr Produktions- bzw. Betriebsstandorte in Länder zu verlagern, die dem Hauptabsatzland politisch näher stehen („Friendshoring“). Die Kategorie „Weder in die EU noch aus der EU“ enthält die Unternehmen, die keine Tendenz zu erkennen gaben, ihre Produktion in die EU oder aus der EU heraus verlagern zu wollen.

**Die Entscheidung, den Produktionsstandort in die EU zu verlegen, wurde am häufigsten mit geopolitischen Risiken begründet, wohingegen für Verlagerungen aus der EU heraus meist Nachfrage- und Kostenfaktoren angeführt wurden** (siehe Abbildung B). Die Unternehmen wurden gebeten, aus einer Liste jene Faktoren auszuwählen, die für ihre jüngsten oder geplanten Verlagerungen von Produktions- bzw. Betriebsstandorten in die EU oder aus der EU relevant waren. Fast die Hälfte der Befragten nannte geopolitische Risiken und geopolitische Unsicherheit als einen wichtigen Beweggrund für eine Verlagerung in die EU. Darin zeigt sich, dass die Unternehmen ihre Prioritäten verändert haben: Ihre Entscheidungen basieren nicht mehr allein auf Aspekten der Kosteneinsparung oder Effizienzsteigerung, sondern berücksichtigen nun auch die Widerstandsfähigkeit. Der zweitwichtigste Faktor für Verlegungen in die EU war der

Klimawandel (Übergang zu Netto-Null-Emissionen). Die Faktoren Regulierung, finanzielle Anreize und Vorgaben hinsichtlich des inländischen Wertschöpfungsanteils (Local-Content-Anforderungen) wurden etwa gleich häufig als Beweggründe für Verlagerungen in die EU und für Verlagerungen aus der EU genannt. Für Produktionsverlegungen aus der EU wurden unterdessen in erster Linie die Faktoren Arbeit (Kosten/Qualifikationen/Arbeitskräftemangel), Energiekosten und die sich ändernde geografische Umsatzverteilung angeführt.

**Abbildung B**  
 Relevanz der Faktoren für eine Verlagerung von Produktions- oder Betriebsstandorten in die EU oder aus der EU

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Antworten auf die Frage: „Welche der folgenden Faktoren sind Ihres Erachtens für die jüngsten oder geplanten Verlagerungen von Produktions- bzw. Betriebsstandorten in die EU oder aus der EU besonders relevant?“ Die Befragten konnten alle Antwortoptionen wählen, die auf ihr Unternehmen zutreffen. Die Antworten sind nach dem Netto-Score („In die EU“ abzüglich „Aus der EU“) angeordnet.

**Was die Beschaffung von Vorleistungen betrifft, so rechnen die Unternehmen für die kommenden fünf Jahre mit einer Zunahme des Nearshoring, der Diversifizierung und/oder des Friendshoring ihrer Lieferketten, wobei der Anteil der Beschaffung innerhalb der EU etwas steigen dürfte** (siehe Abbildung C). Die Unternehmen wurden gefragt, wie sich die geografische Verteilung ihrer grenzüberschreitenden Beschaffung von Vorleistungen in den letzten fünf Jahren verändert hat und mit welcher Entwicklung sie diesbezüglich in den kommenden fünf Jahren rechnen. Den Antworten zufolge geht ein größerer Anteil der Unternehmen davon aus, in den kommenden fünf Jahren mehr Vorleistungen aus EU-Ländern zu beziehen, als dies in den letzten fünf Jahren der Fall war. Der Anteil der Befragten, die angaben, mehr Vorleistungen in Ländern außerhalb der EU beschaffen zu wollen, hat sich dagegen nicht erhöht.<sup>7</sup> Aktuell rechnen 80 % der Unternehmen damit, in den nächsten fünf Jahren Vorleistungsgüter zunehmend a) geografisch näher am Produktionsland („Nearshoring“), b) von einer breiteren Palette an Lieferanten in verschiedenen Ländern und/oder c) aus Ländern zu beziehen, die dem Absatzland politisch näher

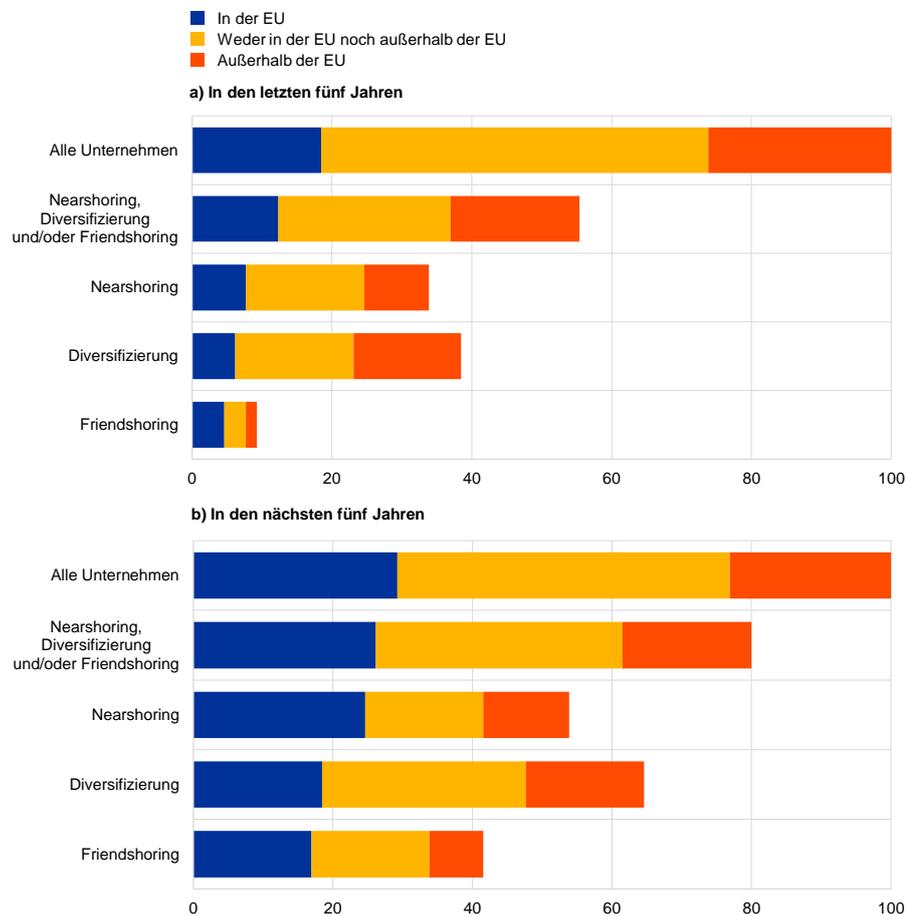
<sup>7</sup> Maßgeblich für dieses Ergebnis sind vor allem Unternehmen, die als globale Unternehmen mehr als 50 % ihres Umsatzes, ihrer Produktion und ihrer Vorleistungsbeschaffung derzeit außerhalb der EU tätigen, und Unternehmen, die entweder Vorleistungs- oder Endprodukte in die EU einführen.

stehen („Friendshoring“); in den letzten fünf Jahren waren es nur 55 %. Diversifizierung und Nearshoring bei der Beschaffung von Vorleistungen waren schon zuvor recht weit verbreitet und dürften in den kommenden Jahren noch weiter zunehmen. Demgegenüber war das Friendshoring von Vorleistungen – wie im Fall des Produktionsstandorts – bislang eher unüblich. Die Unternehmen rechnen jedoch mit einem deutlichen Anstieg. So gehen 42 % der Befragten davon aus, eine solche Strategie in Zukunft anzuwenden, wohingegen nur 9 % sie bereits in der Vergangenheit genutzt haben. Bei den Unternehmen, die auch damit rechneten, künftig mehr Vorleistungen aus Ländern außerhalb der EU zu beziehen, hat sich der Anteil derjenigen, die eine der genannten Strategien zu verfolgen beabsichtigen, nicht nennenswert erhöht. Bei Unternehmen, die auch angaben, mehr Vorleistungen aus EU-Ländern beziehen zu wollen, fiel der Anstieg dagegen deutlich aus. Dementsprechend scheint eine erwartete Zunahme des Nearshoring, der Diversifizierung und/oder des Friendshoring bei der Beschaffung von Vorleistungen diese Unternehmen im Schnitt tendenziell dazu zu bewegen, verstärkt auf EU-Lieferanten zurückzugreifen.

## Abbildung C

### Vergangene und künftige Trends bei der Beschaffung von Vorleistungsgütern

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Antworten auf die Frage: „Wie hat sich die geografische Verteilung Ihrer grenzüberschreitenden Beschaffung von Vorleistungen in den letzten fünf Jahren verändert und mit welcher Entwicklung rechnen Sie diesbezüglich in den kommenden fünf Jahren?“ Die Befragten konnten eine oder mehrere der folgenden Antwortoptionen wählen: Tendenz, Vorleistungen zunehmend a) aus der EU, b) aus Ländern außerhalb der EU, c) geografisch näher am Produktionsland („Nearshoring“), d) von einer breiteren Palette an Lieferanten in verschiedenen Ländern und e) aus Ländern zu beziehen, die dem Absatzland politisch näher stehen („Friendshoring“). In der Kategorie „Weder in der EU noch außerhalb der EU“ werden die Unternehmen erfasst, die keine Tendenz zu erkennen gaben, ob sie einen höheren Anteil an Vorleistungen in EU-Ländern oder in Ländern außerhalb der EU beschaffen.

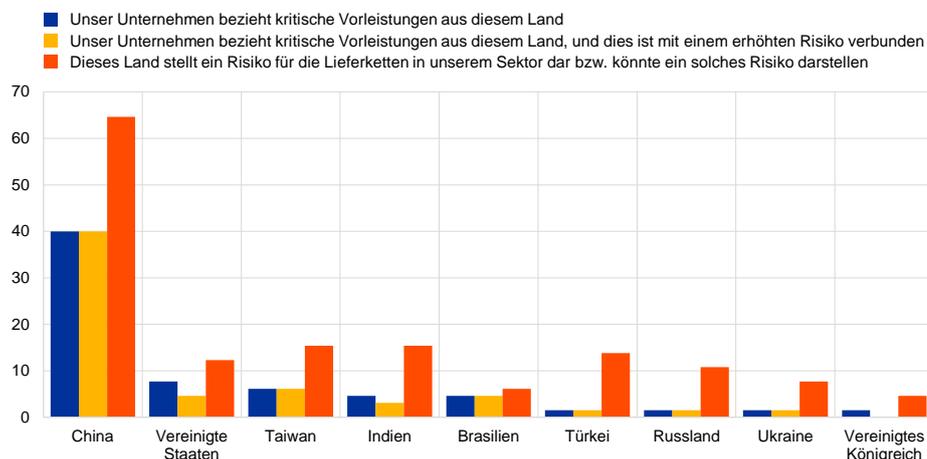
**Die Unternehmen beziehen ihre kritischen Vorleistungsgüter überwiegend aus China. Dies war auch das Land, das bei der Frage nach wahrgenommenen Risiken für die Lieferketten des eigenen Unternehmens bzw. Sektors am häufigsten genannt wurde** (siehe Abbildung D). Insgesamt gaben 55 % der Unternehmen an, kritische Vorleistungsgüter (vollständig oder vorrangig) aus einem oder mehreren bestimmten Ländern zu beziehen.<sup>8</sup> Davon meldeten fast alle (und somit 52 % aller Befragten), dass die Lieferung kritischer Vorleistungen aus

<sup>8</sup> Im Fragebogen wurde klargestellt, dass mit „kritischen“ Vorleistungen Waren gemeint sind, ohne die ein wesentlicher Teil der Geschäftstätigkeit des befragten Unternehmens nicht oder nur mit erheblicher Verzögerung durchgeführt werden könnte oder sich die Qualität der von dem Unternehmen produzierten Waren oder Dienstleistungen deutlich verschlechtern würde. Die Befragten konnten bis zu fünf Länder angeben. Die meisten nannten aber nur eins oder zwei.

mindestens einem dieser Länder mit einem erhöhten Risiko verbunden sei.<sup>9</sup> Dabei wurde China von einer großen Mehrheit angeführt – entweder als einziges oder eines von mehreren Ländern. Alle Unternehmen, die China als Bezugsquelle kritischer Vorleistungen nannten, waren der Auffassung, dass dies ein erhöhtes Risiko darstelle. An zweiter Stelle folgten mit großem Abstand die Vereinigten Staaten. So gaben nur 8 % der Befragten an, dass ihr Unternehmen kritische Vorleistungsgüter aus den Vereinigten Staaten beziehe, und nur 5 % stufen dies als ein besonderes Risiko ein. Was die Länder betrifft, die generell ein Risiko für die Lieferketten im Sektor der befragten Unternehmen darstellen oder darstellen könnten, so wurde China auch hier von zwei Dritteln aller Umfrageteilnehmer genannt. Jeweils mehr als 10 % der Unternehmen führten auch die Vereinigten Staaten, Taiwan, Indien, die Türkei und Russland an.

**Abbildung D**  
Lieferketten: Abhängigkeiten und Risiken nach Ländern

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Antworten auf folgende Fragen: a) „Bezieht Ihr Unternehmen derzeit kritische Vorleistungen, deren Lieferung (vollständig oder vorrangig) von einem bestimmten Land abhängt, und wenn ja, um welches Land/welche Länder handelt es sich?“, b) „Sind Sie der Ansicht, dass die Lieferung kritischer Vorleistungen aus diesem Land oder einem dieser Länder mit einem erhöhten Risiko verbunden ist?“ und c) „Gibt es Länder, die ein Risiko für die Lieferketten in Ihrem Sektor darstellen bzw. darstellen könnten? Wenn ja, um welche Länder handelt es sich?“ In der Abbildung werden die Länder ausgewiesen, die von drei oder mehr teilnehmenden Unternehmen genannt wurden. Viele weitere Länder wurden lediglich von einem oder zwei Befragten angegeben.

**Für die meisten Unternehmen wäre es sehr schwierig, kritische Vorleistungen zu ersetzen, die sie aus Ländern mit einem erhöhten Risiko beziehen.** Von den befragten Firmen, die kritische Vorleistungen (vorrangig oder vollständig) aus einem bestimmten Land beziehen, mit dem sie ein erhöhtes Risiko verbinden, sagten fast zwei Drittel, es wäre „sehr schwierig“, diese im Falle einer plötzlichen Nichtverfügbarkeit durch Vorleistungen aus einem anderen Land zu ersetzen, während fast ein Drittel der Unternehmen dies als „schwierig“ ansah (siehe Abbildung E, Grafik a). In diesem Zusammenhang berichteten zwei Drittel der Befragten, dass ihr Unternehmen seine kritischen Vorleistungen im Wesentlichen

<sup>9</sup> In dem Fragebogen wurden hierzu Beispiele genannt, darunter etwa das Risiko einer plötzlichen Eskalation wirtschaftlicher oder politischer Spannungen (z. B. zwischen China und den USA), die zu einem Ein- oder Ausfuhrverbot für bestimmte Produkte führt, einer Verschärfung der Local-Content-Anforderungen (z. B. im Rahmen des Handelsabkommens zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich), einer Beschaffung in Ländern, die von einem Konflikt betroffen oder bedroht sind, sowie Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel.

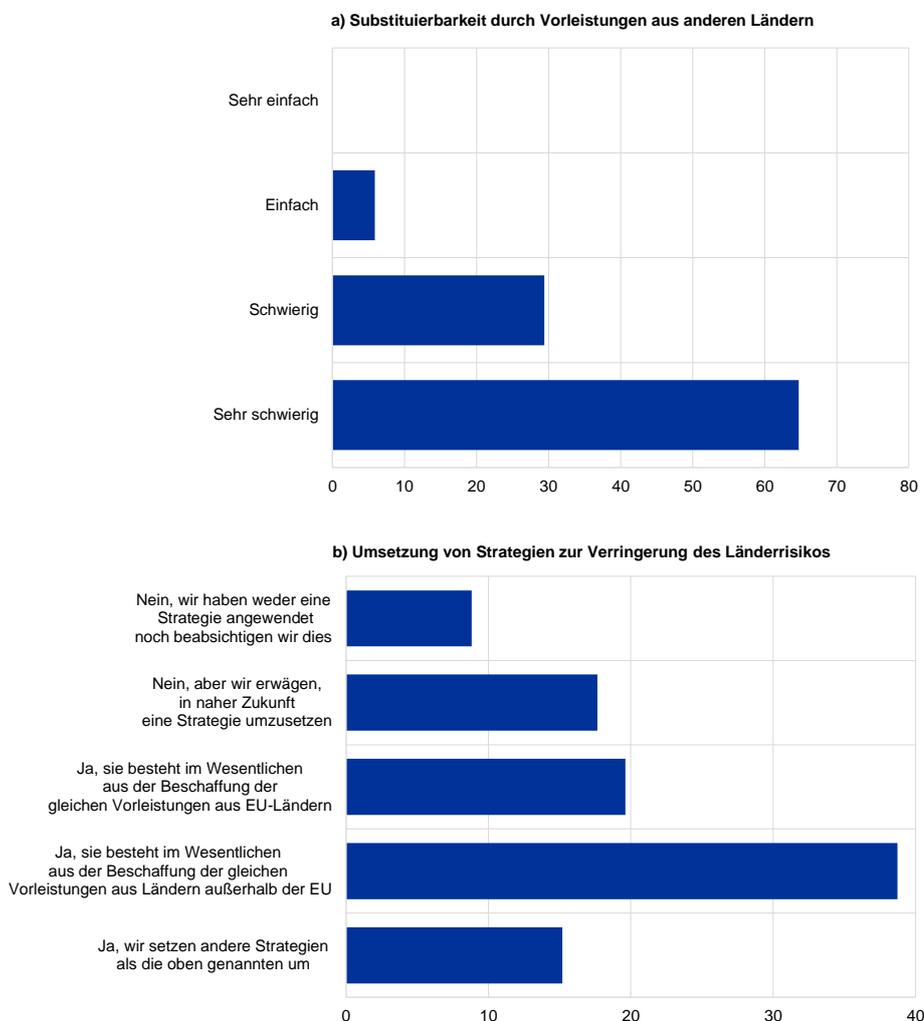
direkt von Unternehmen mit Sitz in dem betreffenden Land beziehe. Ein Sechstel gab an, sie überwiegend direkt von eigenen Betriebsstätten in dem betreffenden Land zu beschaffen, während die restlichen Unternehmen sie eigenen Angaben zufolge hauptsächlich über Vertriebspartner erwerben.

**Die meisten Unternehmen haben jedoch inzwischen konkrete Strategien, um ihr Risiko gegenüber dem betreffenden Land oder den betreffenden Ländern zu verringern** (siehe Abbildung E, Grafik b). Lediglich drei der befragten Unternehmen, die kritische Vorleistungen (vorrangig oder vollständig) aus einem bestimmten Land beziehen, mit dem sie ein erhöhtes Risiko verbinden, verfolgen keine Strategie, um ihr Risiko zu mindern, und haben dies auch nicht vor. Fast 40 % bemühen sich, die gleichen Vorleistungen größtenteils aus anderen Ländern außerhalb der EU zu beziehen. Weitere 20 % streben an, die gleichen Vorleistungen größtenteils aus EU-Ländern zu erwerben. 15 % verfolgen andere Strategien und haben beispielsweise ihre Lagerbestände aufgestockt, beziehen ihre Vorleistungen aus stärker diversifizierten Quellen, überwachen ihre Risiken enghemmaschiger, ändern die Zusammensetzung ihrer Produkte oder legen Produktionskapazitäten still. Knapp 20 % der teilnehmenden Unternehmen hatten noch keine Strategie eingeführt, ziehen dies aber für die nahe Zukunft in Betracht.

## Abbildung E

### Substituierbarkeit von Vorleistungen und Strategien zur Verringerung des Länderrisikos

(in % der Antworten)



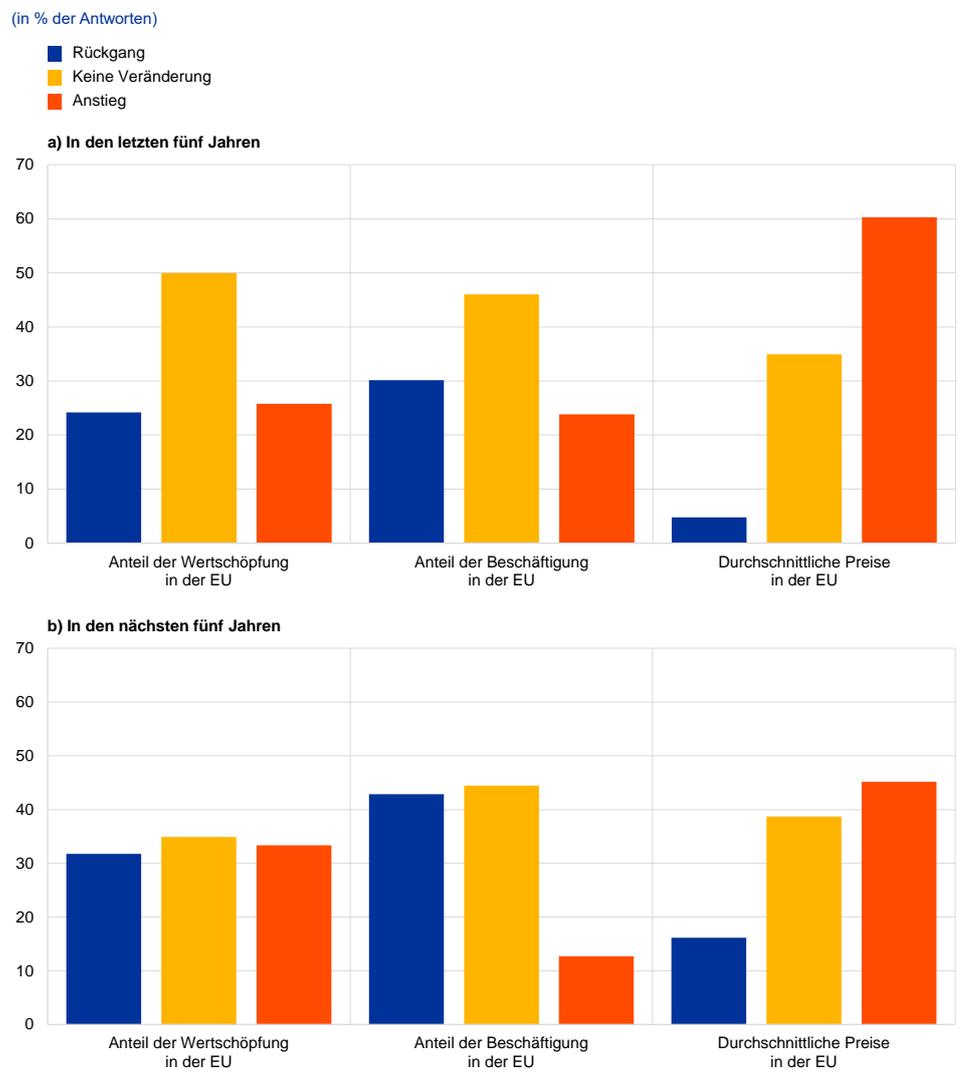
Quelle: EZB.

Anmerkung: Antworten auf folgende Fragen: a) „Falls diese Vorleistungen plötzlich nicht mehr verfügbar wären, wie einfach wäre es, sie durch Vorleistungen aus anderen Ländern zu ersetzen?“ und b) „Verfolgt Ihr Unternehmen eine bestimmte Strategie, um das Risiko gegenüber dem jeweiligen Land oder den jeweiligen Ländern zu verringern, bzw. planen Sie die Anwendung einer solchen Strategie?“ Die prozentualen Anteile an den Antworten beziehen sich nur auf Unternehmen, die derzeit kritische Vorleistungen beziehen, deren Lieferung (vollständig oder vorrangig) von einem bestimmten Land abhängt, mit dem sie ein erhöhtes Risiko verbinden. Einige wenige Befragte gaben mehr als eine Antwort auf Frage b). Diese Antworten wurden entsprechend gewichtet.

**Unter dem Strich wurden die Auswirkungen von Verlagerungen des Produktionsstandorts und Änderungen der grenzüberschreitenden Vorleistungsbeschaffung auf die Geschäftstätigkeit in der EU als gering eingeschätzt. Der Effekt auf den Beschäftigungsanteil in der EU wurde hingegen als signifikant erachtet.** Die Unternehmen wurden um eine Beurteilung gebeten, wie sich Änderungen des Produktionsstandorts und der grenzüberschreitenden Beschaffung von Vorleistungen in den letzten fünf Jahren auf ihre Geschäftstätigkeit, Beschäftigtenzahlen und Verkaufspreise in der EU ausgewirkt haben (siehe Abbildung F, Grafik a) und mit welcher Entwicklung sie in den kommenden fünf Jahren rechnen (siehe Abbildung F, Grafik b). In Bezug auf die

Geschäftstätigkeit gab ein Großteil der Befragten an, dass diese Änderungen den Anteil der in der EU generierten Wertschöpfung ihres Unternehmens in den nächsten fünf Jahren im Vergleich zu den fünf Jahren beeinflussen dürften. Dabei gingen in etwa gleich viele Unternehmen von einer Zunahme wie von einer Abnahme aus. Auf den Anteil der Arbeitsplätze an EU-Standorten dürften sie sich indes zunehmend negativ auswirken. Dies steht im Einklang damit, dass die Unternehmen ihre jüngsten oder geplanten Verlagerungen von Produktions- bzw. Betriebsstandorten aus der EU in erster Linie mit den Kosten und der Verfügbarkeit von Arbeits- und Facharbeitskräften begründen.

**Abbildung F**  
Gesamtauswirkung von Produktionsverlagerungen und Änderungen der Vorleistungsbeschaffung auf Geschäftstätigkeit, Beschäftigung und Preise



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Antworten auf die Frage: „Wie haben sich Produktionsverlagerungen und/oder Änderungen der grenzüberschreitenden Vorleistungsbeschaffung auf die Geschäftstätigkeit, Beschäftigung und Verkaufspreise Ihres Unternehmens in der EU ausgewirkt bzw. wie werden sie sich auswirken?“

**Änderungen des Produktionsstandorts und der grenzüberschreitenden Beschaffung von Vorleistungen haben zu Preissteigerungen geführt. Die**

**Unternehmen gehen jedoch davon aus, dass sich dieser Effekt in den nächsten fünf Jahren leicht verringern wird.** 60 % der teilnehmenden Unternehmen gaben an, dass ihre Preise infolge von Änderungen des Produktionsstandorts und/oder der grenzüberschreitenden Beschaffung von Vorleistungen in den letzten fünf Jahren im Schnitt gestiegen seien. Lediglich 5 % der Unternehmen berichteten, ihre Preise seien dadurch gesunken. Für die nächsten fünf Jahre erwarten 45 % der Unternehmen einen Aufwärtsdruck auf die Preise. Dieser Wert ist zwar immer noch hoch, liegt aber unter dem Wert für die vergangenen fünf Jahre. Eine mögliche Interpretation hierfür wäre, dass Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Geschäftsbetriebs und der Lieferketten zwar an sich kostspielig sind. Bei sorgfältiger Planung dieser Änderungen können die Auswirkungen auf die Kosten und damit auf die Preise jedoch abgemildert werden. Möglichweise wurden die Maßnahmen der vergangenen Jahre eher ungeplant und plötzlich ergriffen (beispielsweise als Reaktion auf die Pandemie oder den russischen Einmarsch in die Ukraine). Sie waren daher unter Umständen kostspieliger als entsprechende künftige Schritte zur Bewältigung der Risiken im Zusammenhang mit Produktion und Lieferketten.

#### **Tabelle A**

Anteil des Umsatzes, der Produktion und der Vorleistungsbeschaffung außerhalb der EU in der Stichprobe der teilnehmenden Unternehmen

|                                      | Weniger als 20 % | 20-50 % | Mehr als 50 % |
|--------------------------------------|------------------|---------|---------------|
| <b>Umsatz</b>                        | 16               | 27      | 20            |
| <b>Produktion</b>                    | 20               | 24      | 18            |
| <b>Beschaffung von Vorleistungen</b> | 18               | 22      | 22            |

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zahlen in der Tabelle beziehen sich auf die Anzahl der teilnehmenden Unternehmen in der jeweiligen Kategorie.

## Was sagt die Inversion der Zinsstrukturkurve über die Entwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten aus?

Luís Fonseca, Peter McQuade, Ine Van Robays und Andreea Liliana Vladu

**Aufgrund des raschen Anstiegs der kurzfristigen Zinsen seit dem vergangenen Jahr weisen die risikofreien Zinsstrukturkurven im Euroraum und in den Vereinigten Staaten aktuell die steilste Inversion seit Jahrzehnten auf.** Der Spread zwischen dem zehnjährigen und dem zweijährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) lag im Eurogebiet im September bei -0,4 Prozentpunkten, nachdem er einige Monate zuvor mit -0,8 Prozentpunkten auf den tiefsten Wert seit 1992 gesunken war (siehe Abbildung A, Grafik a).<sup>1,2</sup> In den Vereinigten Staaten wies die Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen im September mit -0,6 Prozentpunkten die niedrigste Steigung seit Anfang der 1980er-Jahre auf (siehe Abbildung A, Grafik b). In beiden Wirtschaftsräumen ist die Kurveninversion vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die kurzfristigen Zinssätze stärker erhöht haben als die längerfristigen Zinsen. Wie in Abbildung A dargestellt, war eine invertierte Zinsstrukturkurve bisher in der Regel ein Vorbote von Rezessionen. Dass die Zinsstrukturkurve auf kurze Sicht Hinweise auf einen bevorstehenden konjunkturellen Abschwung liefern kann, ist in der Fachliteratur gut dokumentiert. Allerdings liefern die gängigen ökonomischen Modelle keine Erkenntnisse über die Tiefe und Länge einer drohenden Rezession.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> In der Literatur zu diesem Thema werden für die Steigung unterschiedliche Laufzeiten herangezogen. Es finden sich jedoch kaum statistische Unterschiede in Bezug auf die Prognosekraft für den Euroraum.

<sup>2</sup> Für den Zeitraum vor 1999 werden die OIS-Kassazinssätze im Euroraum anhand der Renditen zehnjähriger Bundesanleihen zurückgeschätzt. Da die Prognosekraft im Euroraum von den Kernländern bestimmt wird, sind die Ergebnisse auch dann robust, wenn die Bundesanleiherenditen für die gesamte Stichprobe zugrunde gelegt werden. Siehe hierzu D. Sabes und J. G. Sahuc, [Do yield curve inversions predict recessions in the euro area?](#), Finance Research Letters, Bd. 52, 2023.

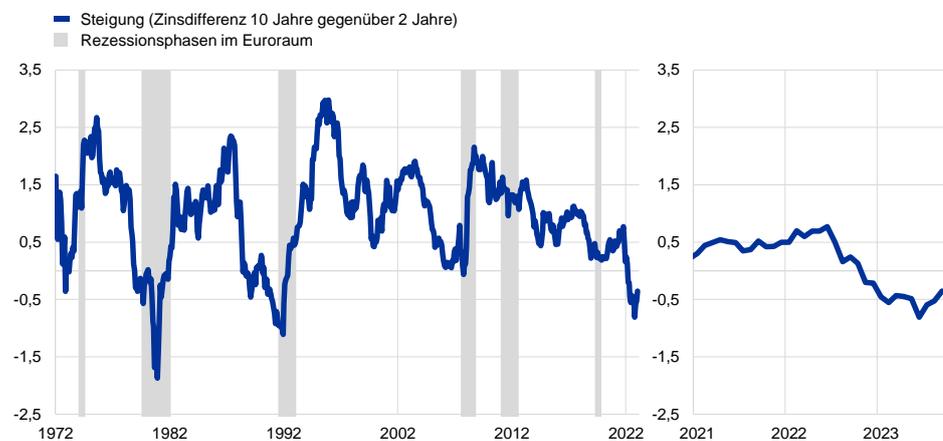
<sup>3</sup> Die Prognosekraft der Steigung der Zinsstrukturkurve ist für den Euroraum und die Vereinigten Staaten sowie für andere Industrie- und Schwellenländer in der Fachliteratur gut belegt. Vorreiter waren hier unter anderem A. Estrella und G. A. Hardouvelis, [The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity](#), The Journal of Finance, Bd. 46, Nr. 2, 1991, S. 555-576. Neuere Beiträge zu diesem Thema liefern beispielsweise J. G. Haubrich, [Does the Yield Curve Predict Output?](#), Annual Review of Financial Economics, Bd. 13, 2021, S. 341-362, sowie B. De Backer, M. Deroose und C. Van Nieuwenhuyze, [Is a recession imminent? The signal of the yield curve](#), NBB Economic Review, 2019. Laut D. Sabes und J. G. Sahuc, a. a. O., beträgt der zeitliche Vorlauf für den Euroraum, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien sechs Monate bis anderthalb Jahre.

## Abbildung A

### Steigung der risikofreien Zinsstrukturkurven

#### a) Euroraum

(in % p. a.)



#### b) Vereinigte Staaten

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg, Haver Analytics, Federal Reserve Economic Data (FRED) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a): Für den Zeitraum vor 1999 werden die OIS-Sätze anhand der Renditen von Bundesanleihen extrapoliert. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionsphasen im Euroraum gemäß der Definition des CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee. Grafik b): Die Steigung wird anhand monatlicher Durchschnittswerte von Tagesdaten berechnet und basiert auf den Renditen zweijähriger und zehnjähriger US-Staatsanleihen bei konstanten Laufzeiten. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionen in den Vereinigten Staaten gemäß der Definition des NBER Business Cycle Dating Committee. In beiden Grafiken beziehen sich die jüngsten Angaben auf September 2023.

**Modelle der Rezessionswahrscheinlichkeit, die ausschließlich auf der Zinsstrukturkurve basieren, deuten für den Euroraum und die USA derzeit auf ein erhöhtes Risiko hin, dass es in einem Jahr zu einer Rezession kommen wird.<sup>4</sup>**

Die Zinsstrukturkurve des Euroraums ist zwar aktuell weniger stark invertiert als die der Vereinigten Staaten. Allerdings dürfte das BIP-Wachstum im Euroraum in nächster Zeit schwach ausfallen, während sich die US-Wirtschaft nach wie vor robust entwickelt. Der Zusammenhang zwischen der Steigung der Zinsstrukturkurve und der Wahrscheinlichkeit einer kurzfristig bevorstehenden Rezession lässt sich mithilfe von Probit-Modellen quantifizieren. Ein einfaches Modell, das ausschließlich

<sup>4</sup> Die Analyse legt einen Zwölfmonatshorizont zugrunde und liefert damit einen Richtwert für die Rezessionswahrscheinlichkeit. Bei anderen Horizonten ergeben sich allerdings unterschiedliche Schätzungen zur Wahrscheinlichkeit.

Informationen aus der Steigung der Zinsstrukturkurve verwendet, beziffert die Wahrscheinlichkeit, dass es im Euroraum in einem Jahr zu einer Rezession kommen wird, derzeit auf fast 50 % (siehe die blaue Linie in Abbildung B, Grafik a). Ein entsprechendes Modell für die Vereinigten Staaten ergibt eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 40 %. Das ist zwar niedriger als im Euroraum, aber immer noch der höchste Wert der letzten Jahrzehnte (siehe Abbildung B, Grafik b).<sup>5</sup>

---

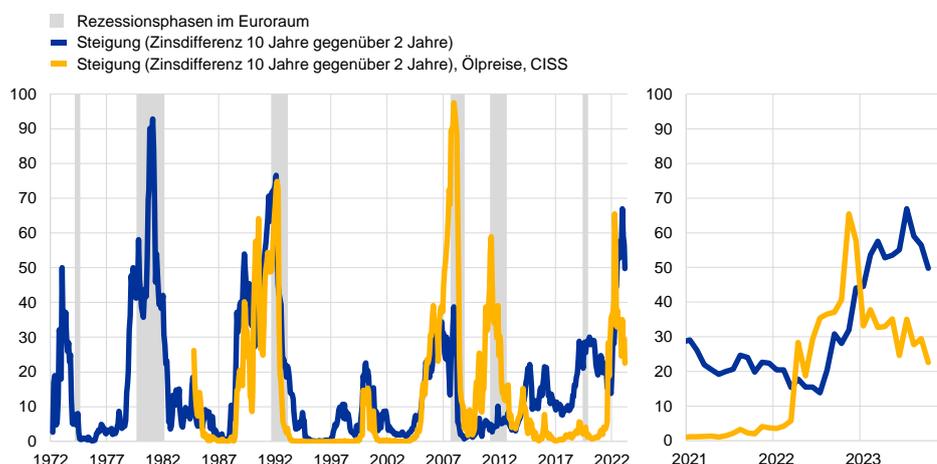
<sup>5</sup> Zum Vergleich: Bei einer Steigung von null läge die Wahrscheinlichkeit, dass es in einem Jahr zu einer Rezession kommt, im Euroraum aktuell bei 36 % und in den Vereinigten Staaten bei 22 %. Allerdings lassen sich die für die beiden Wirtschaftsräume geschätzten Rezessionswahrscheinlichkeiten nicht ohne Weiteres vergleichen. Aufgrund der nichtlinearen Natur des Probit-Modells liefert eine negative Steigung ein viel stärkeres Rezessionssignal als eine flache, nur knapp positive Steigung. Im Euroraum ist die Prognosekraft der nominalen Steigung bei der Vorhersage von Rezessionen auch dann robust, wenn für das Zinsniveau kontrolliert (d. h. der Dreimonats-Zinssatz berücksichtigt) wird. Dasselbe gilt für die Vereinigten Staaten; siehe M. D. Bauer und T. M. Mertens, [Information in the Yield Curve about Future Recessions](#), FRBSF Economic Letter, Nr. 2018-20, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2018. Die vorliegende Analyse verwendet für Rezessionen im Euroraum die Definition des CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee und für Rezessionen in den Vereinigten Staaten die Definition des NBER Business Cycle Dating Committee.

## Abbildung B

### Wahrscheinlichkeit einer Rezession in zwölf Monaten auf Basis von finanziellen Indikatoren und Ölpreisen

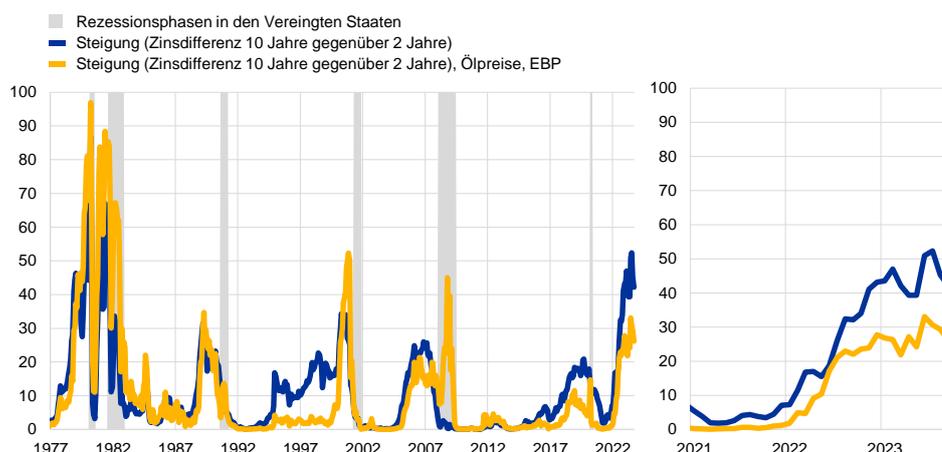
#### a) Euroraum

(Modellwahrscheinlichkeiten)



#### b) Vereinigte Staaten

(Modellwahrscheinlichkeiten)



Quellen: Bloomberg, Haver Analytics, Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a): Ergebnisse von zwei Probit-Modellen zur Schätzung der Rezessionswahrscheinlichkeit im Euroraum in zwölf Monaten. Während das erste Modell ausschließlich auf der Steigung der Zinsstrukturkurve (Zinsdifferenz 10 Jahre gegenüber 2 Jahre) basiert, werden beim zweiten Modell auch die Ölpreise (linear trendbereinigter Logarithmus) und das Niveau des zusammengesetzten Indikators für systemischen Stress (Composite Indicator of Systemic Stress – CISS) für den Euroraum berücksichtigt. Mithilfe von Daten zu deutschen Bundesanleihen wird die Zeitreihe auf die Jahre vor 1999 verlängert. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionsphasen im Euroraum gemäß der Definition des CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee. Grafik b): Ergebnisse von zwei Probit-Modellen zur Schätzung der Rezessionswahrscheinlichkeit in den Vereinigten Staaten in zwölf Monaten. Während das erste Modell ausschließlich auf der Steigung der Zinsstrukturkurve (Zinsdifferenz 10 Jahre gegenüber 2 Jahre) basiert, werden im zweiten Modell auch die Ölpreise (linear trendbereinigter Logarithmus) und die Zusatzprämie auf Anleihen (Excess Bond Premium – EBP) berücksichtigt. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionen in den Vereinigten Staaten gemäß der Definition des Business Cycle Dating Committee des National Bureau of Economic Research (NBER)/NBER Business Cycle Dating Committee. In beiden Grafiken beziehen sich die jüngsten Angaben auf September 2023.

**Werden weitere finanzielle Indikatoren sowie die Ölpreise in das Modell mit einbezogen, sinkt das Rezessionsrisiko, und die Prognoseleistung verbessert sich.** Erweitert man die Modelle so, dass sie zusätzlich die Ölpreise sowie den zusammengesetzten Indikator für systemischen Stress (Euroraum) bzw. die Zusatzprämie auf Anleihen (USA) berücksichtigen, können sie Rezessionen besser

vorhersagen als das einfache Modell.<sup>6</sup> Wie aus Abbildung B hervorgeht, ist die Wahrscheinlichkeit, dass es in zwölf Monaten zu einer Rezession kommt, in diesen erweiterten Modellen zwar geringer, aber dennoch erhöht. Sie beträgt sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten rund 25 %. Im Euroraum ist die geringere Wahrscheinlichkeit im erweiterten Modell darauf zurückzuführen, dass sich der steile Anstieg des CISS Ende 2022 umkehrte und die Ölpreise verglichen mit dem Höchststand von Anfang 2022 etwas nachgaben. Somit dürften diese Faktoren das Wachstum weniger stark dämpfen als im vergangenen Jahr.<sup>7</sup>

**Beschränkt wird die Aussagekraft des Modells derzeit auch dadurch, dass die negative nominale Steigung aktuell durch die reale Zinsstrukturkurve bestimmt wird, wodurch das Signal des einfachen Modells geschwächt werden könnte.** Warum genau die Steigung der Zinsstrukturkurve Hinweise auf eine bevorstehende Rezession liefert, ist schwer zu sagen, denn die Kurve enthält sowohl Informationen über die geldpolitischen Erwartungen als auch über Risiken und Einschätzungen der gesamtwirtschaftlichen Aussichten – und all dies hängt eng miteinander zusammen.<sup>8</sup> Empirische Untersuchungen zeigen jedoch: Zerlegt man die Steigung der nominalen Zinsstrukturkurve in den marktbasieren Inflationsausgleich und die Realzinsen, so hat die Steigung der

---

<sup>6</sup> Legt man denselben Stichprobenzeitraum zugrunde, verbessern sich die Statistiken zur Anpassungsgüte im erweiterten Modell deutlich, da das Modell höhere Ölpreise und vermehrten systemischen Stress als starke Prädiktoren einer Rezession interpretiert. In Abbildung B, Grafik a wird deutlich, dass das erweiterte Modell die Rezessionen im Eurogebiet in den Jahren 2008 und 2011 besser vorhersagt. In beiden Fällen waren zuvor hohe Werte für die zwei genannten Variablen (Ölpreise und systemischer Stress) beobachtet worden. Zur Frage, wie sich Modelle der Rezessionswahrscheinlichkeit, die auf Zinsstrukturkurven basieren, weiter verbessern lassen, siehe M. Ferrari Minesso, L. Lebastard und H. Le Mezo, [Text-Based Recession Probabilities](#), IMF Economic Review, Bd. 71, Nr. 2, 2023, S. 415-438.

<sup>7</sup> Das erweiterte Modell wurde zusätzlich anhand eines kürzeren Stichprobenzeitraums geschätzt. Dieser endet vor der Covid-19-Pandemie, da der ab März 2020 verzeichnete Wirtschaftseinbruch mit Blick auf die Zinsstrukturkurve nicht vorhersehbar war. Das erweiterte Modell ergibt in diesem Fall für den Euroraum eine Rezessionswahrscheinlichkeit von rund 15 % (verglichen mit 25 % in der vollständigen Stichprobe). Die Ergebnisse für die Vereinigten Staaten bleiben indes nahezu unverändert.

<sup>8</sup> Die risikofreie Zinsstrukturkurve liefert Informationen über die Erwartungen hinsichtlich der aktuellen und zukünftigen Geldpolitik und dazu, wie diese mit den gesamtwirtschaftlichen Aussichten und den nominalen Terminprämien zusammenhängen. Die nominalen Terminprämien sind die Entschädigung, die die Marktteilnehmer für die Übernahme des Zinsänderungsrisikos verlangen, das sich durch die Unsicherheit bezüglich der künftigen Entwicklung von Inflation und Realzinsen ergibt. Eine negative Steigung kann daher die Erwartung der Anleger widerspiegeln, dass sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten verschlechtern werden, die Inflation nachlassen wird und die Renditen sinken werden, wenn sich das Wachstum verlangsamt und die Geldpolitik als Reaktion darauf gelockert wird. Sie kann aber auch die Erwartung einer übermäßigen geldpolitischen Straffung und einer raschen Kurskorrektur widerspiegeln. Darüber hinaus kann noch eine Reihe anderer Mechanismen zum Tragen kommen. Beispielsweise kann über den Kanal der erwarteten Erträge das Kreditangebot verringert und das Wachstum gedämpft werden, wenn eine negative Steigung die Ertragslage der Banken beeinträchtigt, indem sich der Abstand zwischen den Zinssätzen für kurzfristige Einlagen und langfristige Kredite verkleinert. Siehe hierzu C. Minoiu, A. Schneider und M. Wei, [Why Does the Yield Curve Predict GDP Growth? The Role of Banks](#), Finance and Economics Discussion Series, Bd. 49, 2023.

Inflationsausgleichskurve die bessere Prognosekraft.<sup>9</sup> Dies legt den Schluss nahe, dass die Finanzmärkte in den meisten Fällen eine invertierte Inflationskurve eingepreist haben, die eine konjunkturelle Abkühlung antizipiert zu haben scheint. Derzeit ist die negative Steigung der Kurve sowohl im Euroraum als auch in den USA überwiegend auf eine Inversion der realen Kurve zurückzuführen und weniger auf den Inflationsausgleich.<sup>10</sup> Da das Modell nur die Steigung insgesamt berücksichtigt und somit einen Durchschnittseffekt abbildet, ist anzunehmen, dass es das aktuelle Rezessionsrisiko womöglich als zu stark darstellt.

**Die Aussagekraft einer invertierten Zinsstrukturkurve wird auch durch die Auswirkung der Wertpapierportfolios der Zentralbanken auf die Renditen beeinflusst.** Anleihebestände der Zentralbanken verringern tendenziell die Steigung der Zinsstrukturkurve, was mit Blick auf die Rezessionsrisiken zu verzerrten Signalen führen kann.<sup>11</sup> Die Kompression der Steigung der Terminprämien durch das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und das Pandemie-Notfallankaufprogramm der EZB lässt sich mithilfe ökonomischer Modelle korrigieren.<sup>12</sup> Die auf diese Weise ermittelte bereinigte Steigung der risikofreien Kurve im Euroraum wäre zwar länger positiv geblieben, hätte aber zu Beginn des Sommers dennoch leicht negative Werte erreicht. Dies impliziert, dass die jüngsten Ergebnisse der unbereinigten Zinsstrukturkurve die Rezessionswahrscheinlichkeiten möglicherweise weiter überschätzen.<sup>13</sup> Die Verzerrung des aus der Steigung der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Rezessionsrisikosignals wird im Laufe der Zeit nachlassen, je mehr sich die Bilanzpolitik der EZB und der Federal Reserve normalisiert. Allerdings ist unklar, wie stark dieser Effekt letztlich sein wird, vor allem da sich die Verzerrung in der Phase der quantitativen Straffung noch schwerer schätzen lässt, als dies in der Phase der Bilanzausweitung der Fall war.

---

<sup>9</sup> Dokumentierte Ergebnisse für die Vereinigten Staaten finden sich in: A. Ajello, L. Benzoni, M. Schwinn, Y. Timmer und F. Vazquez-Grande, [Monetary Policy, Inflation Outlook, and Recession Probabilities](#), FEDS Notes, 2022; C. Neely, [What is the probability of a recession? The message from yield spreads](#), On The Economy Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis, 7. September 2023. Die Zerlegung für den Euroraum reicht in der vorliegenden Analyse bis 1992 zurück, die Zerlegung für die Vereinigten Staaten bis 2004. Die Ergebnisse für den Euroraum basieren auf den inflationsindexierten Swapsätzen im Euroraum seit 2005 sowie auf zurückgeschätzten marktbasierten Realzinsen und Maßen für den Inflationsausgleich für den Zeitraum 1992 bis 2005. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Rückschätzung von Realzinsen und Inflationserwartungen anhand einer Kombination aus marktbasierten Messgrößen und historischen Daten für verwandte Variablen](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 2/2023, März 2023. Diese Ergebnisse sind zwar suggestiv, sollten aber mit Vorsicht interpretiert werden, denn sie beruhen auf kleineren Stichproben, decken nur wenige Phasen hoher Inflation ab und basieren zudem im Fall des Euroraums in der frühen Phase der Stichprobe auf weniger genauen Messgrößen des Inflationsausgleichs.

<sup>10</sup> Hier gilt es zu beachten, dass die Steigung, wie oben erläutert, anhand der Zinsdifferenz zwischen dem Zehnjahres- und dem Zweijahreshorizont ermittelt wird und dass im Inflationsausgleich bereits eingepreist ist, dass die Inflation in den nächsten zwei Jahren deutlich in Richtung des Zielwerts zurückgehen wird.

<sup>11</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Inversion der Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten und Rezessionssignale an den Finanzmärkten](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2020, Februar 2020; M. D. Bauer und T. M. Mertens, a. a. O.

<sup>12</sup> Siehe F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. L. Vladu, [Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Program on the Yield Curve](#), International Journal of Central Banking, Bd. 19, Nr. 3, 2023.

<sup>13</sup> Verwendet man die geschätzten Koeffizienten für die Probit-Modelle mit der um Wertpapierankäufe bereinigten Zinsstrukturkurvensteigung, sinkt die geschätzte Wahrscheinlichkeit, dass es in zwölf Monaten im Euroraum zu einer Rezession kommen wird, im Basismodell auf rund 35 % (verglichen mit 50 %) und im erweiterten Modell auf 15 % (verglichen mit 25 %).

### 3 Übertragungseffekte der zuletzt negativen Inflation in China auf den Euroraum

Martina di Sano, Giacomo Pongetti, Tobias Schuler und Seng Guan Toh

**Im vorliegenden Kasten werden die möglichen Übertragungseffekte erörtert, die von der jüngsten negativen Inflation in China auf die Importpreise im Euroraum ausgehen.** Die wirtschaftliche Entwicklung in China überträgt sich sowohl direkt als auch indirekt auf die Einfuhrpreise im Euroraum. Direkt geschieht dies über die chinesischen Exportpreise und indirekt über die wichtige Rolle Chinas für die weltweite Rohstoffnachfrage und als bedeutender internationaler Lieferant von Vorleistungs- und Investitionsgütern. Im Rahmen dieses Kastens wird festgestellt, dass die Entwicklung in China die Importpreise im Eurogebiet spürbar beeinflusst, die Auswirkungen auf das allgemeinere Inflationsumfeld im Euroraum aber geringer sind.<sup>1</sup>

**Nach einem starken Anstieg in den vergangenen zwei Jahren waren die Importpreise im Euroraum in den letzten Monaten rückläufig.** Im Juni 2023 verringerten sich die Preise für Importgüter aus Ländern außerhalb des Euroraums gegenüber dem Vorjahr um 14 %, da vor allem die Einfuhrpreise für Energie rapide gesunken sind. Ohne Energie gerechnet gingen die Preise für Einfuhren aus Drittstaaten um rund 2 % zurück (siehe Abbildung A, Grafik a). Vor dem Hintergrund des Gewichts Chinas im Warenkorb für Importe des Eurogebiets (21 %) wird nun im Rahmen der vorliegenden Analyse beurteilt, inwieweit der kräftigere Rückgang der Preise für Importe aus China den Inflationsdruck im Euroraum verringert hat.

---

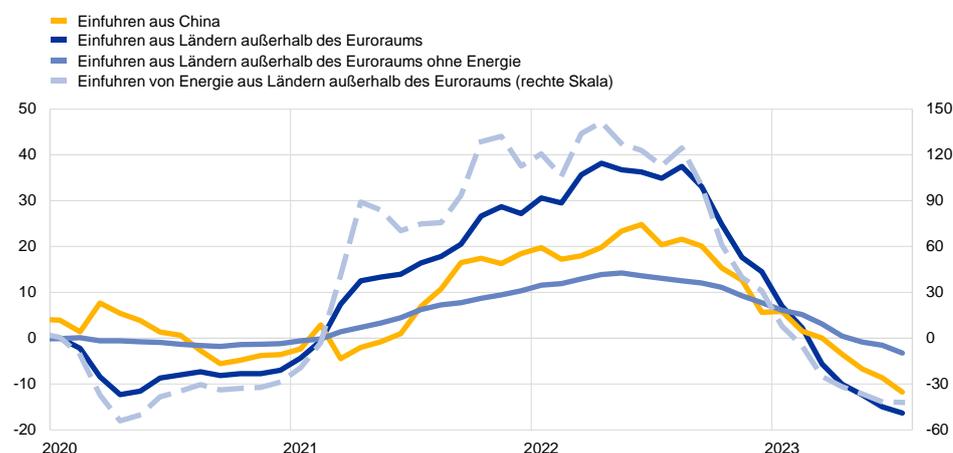
<sup>1</sup> Eine zukunftsorientierte Untersuchung der Frage, wie sich ein Szenario mit weiteren Abwärtsrisiken in China auf den Euroraum auswirkt, findet sich in: EZB, [Szenarioanalyse einer möglichen weiteren Konjunkturabkühlung und von Spannungen an den Finanzmärkten Chinas sowie von Ansteckungseffekten für den Euroraum](#), Kasten 3 in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, September 2023.

## Abbildung A

### Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums und chinesische Erzeugerpreise

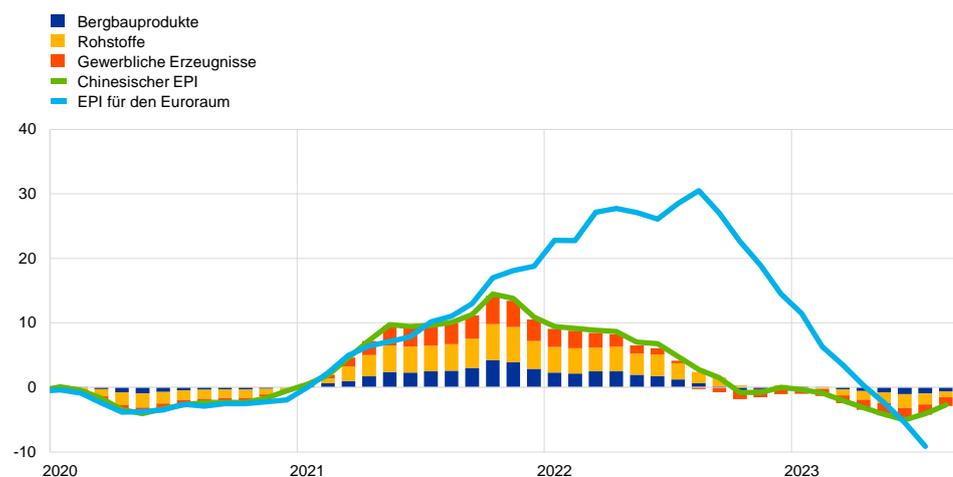
#### a) Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### b) Erzeugerpreise in China und im Euroraum

(in %; Beiträge zum chinesischen Erzeugerpreisindex (EPI) in Prozentpunkten)



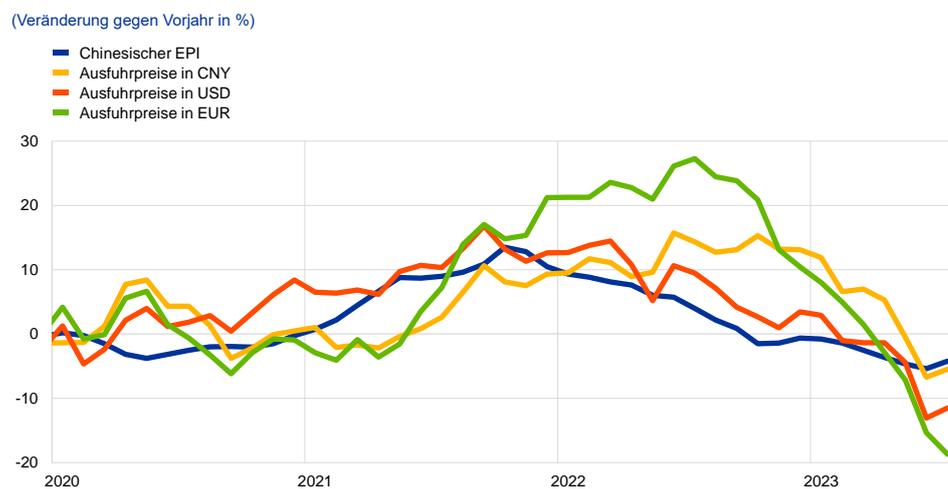
Quellen: Eurostat (Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums), chinesisches Statistikamt und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023 (chinesischer EPI) bzw. Juli 2023 (alle übrigen Zeitreihen).

**Die Änderungsrate der chinesischen Erzeugerpreise entwickelt sich seit ihrem Höchststand im Schlussquartal 2021 rückläufig. Dieser Trend ist vor allem auf sich normalisierende inländische Angebots- und Nachfragefaktoren im Zuge der wirtschaftlichen Erholung Chinas nach der Pandemie zurückzuführen.** Der chinesische Erzeugerpreisindex (EPI) erhöhte sich 2021 infolge der kräftigen Konjunkturbelebung nach dem Pandemieschock des Jahres 2020 deutlich. Diese Dynamik trieb die Preise für Kohle (die wichtigste Energiequelle des Landes) stark in die Höhe, da sie mit einer staatlichen Drosselung der Kohleförderung zusammenfiel. Im weiteren Verlauf wurde die Entwicklung des EPI in China durch unterschiedliche Faktoren gedämpft. Zugleich erhielten die chinesischen Exportpreise in den Jahren 2021 und 2022 aber nach wie vor Auftrieb durch die weltweiten Lieferengpässe. Die am chinesischen Erzeugerpreisindex gemessene Inflation erreichte Ende 2021 einen

Höchststand und ging anschließend vor dem Hintergrund niedrigerer Preise für Bergbauprodukte, Rohstoffe und gewerbliche Erzeugnisse kontinuierlich zurück (siehe Abbildung A, Grafik b). Im Juli 2023 war der chinesische EPI den zehnten Monat in Folge rückläufig. Auf der Angebotsseite trugen Basiseffekte im Zusammenhang mit der politischen Kehrtwende beim Kohleabbau in China (statt Drosselung nun massive Ausweitung) merklich zum Rückgang des EPI bei. Auf der Nachfrageseite war ein deutlicher Einbruch im Wohnimmobiliensektor, durch den die Materialpreise und die damit verbundenen Preise für Gebrauchs- und Verbrauchsgüter der privaten Haushalte weiter gedrückt wurden, für die niedrigeren Erzeugerpreise verantwortlich.

**Die Normalisierung der chinesischen Erzeugerpreise hat im Zeitverlauf zu einem Rückgang der Importpreise im Euroraum beigetragen.** Ein wesentlicher Teil der Ausfuhren Chinas wird in US-Dollar ausgepreist, und die auf US-Dollar lautenden Preise für chinesische Exporte sind analog zum EPI des Landes gesunken (siehe Abbildung B). In Euro umgerechnet sanken die chinesischen Ausfuhrpreise im Juni um 15 % gegenüber dem Vorjahresmonat. Zwar dürfte dies nicht zuletzt durch die Normalisierung der Erzeugerpreise bedingt gewesen sein, doch haben die Unternehmen in China dem Vernehmen nach auch Preissenkungen vorgenommen, um ihre Umsätze angesichts einer sich abschwächenden Auslandsnachfrage zu stützen. Die Dynamik der chinesischen Exportpreise könnte sich über Drittländer verbreitet und so ebenfalls Einfluss auf die Importpreise im Euroraum genommen haben.

**Abbildung B**  
Chinesische Erzeuger- und Ausfuhrpreise



Quellen: Chinesisches Statistikamt, Federal Reserve Board, China General Administration of Customs (für die chinesischen Ausfuhrpreise) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023.

**Empirische Untersuchungen bestätigen, dass Nachfrage- und Angebotsschocks in China beträchtliche Übertragungseffekte auf die Preise im Euroraum für Einfuhren aus Drittstaaten nach sich ziehen können.** Anhand eines bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) mit Vorzeichenrestriktionen wurde quantifiziert, welche Bedeutung den chinesischen

Nachfrage- und Angebotsschocks in Bezug auf die Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums zukommt. Dies wurde mit der Bedeutung anderer großer Schocks (beispielsweise solchen im Zusammenhang mit der weltweiten Nachfrage, den globalen Lieferengpässen und dem internationalen Rohstoffangebot) verglichen.<sup>2, 3</sup> Die Ergebnisse zeigen, dass die Medianreaktion auf einen chinesischen Nachfrageschock, durch den die chinesische Industrieproduktion um 1 Prozentpunkt wächst, sowohl auf den chinesischen EPI als auch auf die Preise im Euroraum für Einfuhren aus Drittstaaten einen positiven Einfluss von rund 0,4 Prozentpunkten hat, wobei die Preise für Einfuhren aus Drittstaaten aufgrund ihrer höheren energiepreisbezogenen Komponente stärkere Ausschläge aufweisen. Die Reaktion der Preise für Importe aus Drittländern unterliegt auch dem indirekten Effekt, der von der weltweiten Energieverteuerung infolge des Nachfrageschocks in China ausgeht. Ein positiver Angebotsschock in China scheint den chinesischen EPI um 0,3 Prozentpunkte und die Preise im Euroraum für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets um bis zu 0,5 Prozentpunkte zu verringern, wobei der Effekt auf die Preise für Einfuhren aus Drittländern nach rund sechs Monaten am stärksten zum Tragen kommt (siehe Abbildung C).<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Die Analyse umfasst die Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums, die Industrieproduktions- und Erzeugerpreise in China, die Rohstoffpreise, das relative Wachstum der Industrieproduktion in China und der übrigen Welt sowie eine Messgröße der globalen Lieferengpässe. Die Identifizierung von Nachfrage- und Angebotsschocks in China erfolgt anhand ihres unterschiedlichen Einflusses auf die chinesischen Erzeugerpreise. Von den globalen Schocks lassen sich die Nachfrage- und Angebotsschocks in China trennen, indem die Annahme zugrunde gelegt wird, dass Letztere die Binnenproduktion in China stärker als in der übrigen Welt beeinflussen. Zudem wird angenommen, dass ein positiver Angebotsschock in China die Lieferzeiten der Zulieferer weltweit reduziert.

<sup>3</sup> Der Angebotsschock bei Rohstoffen umfasst Schwankungen der globalen Energiepreise, die sich nicht durch weltweite und chinesische Nachfrageschocks erklären lassen. Die in den letzten Jahren verzeichneten kräftigen Schwankungen der Einfuhrpreise für Gas im Euroraum lassen sich im Rahmen dieses Modells nicht identifizieren.

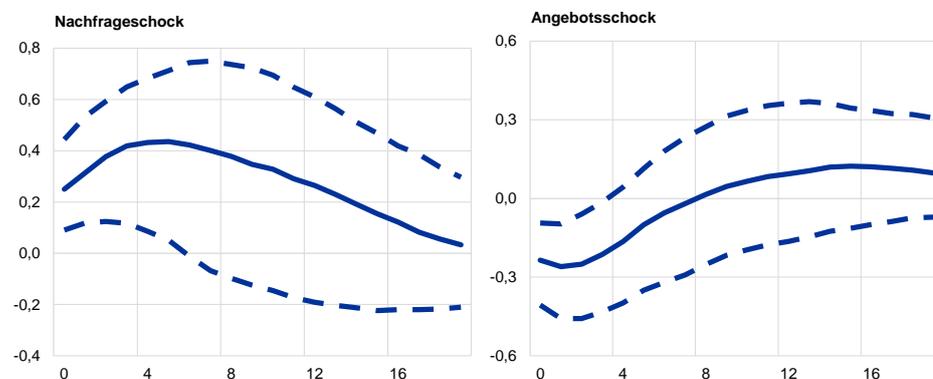
<sup>4</sup> Die Einfuhrpreise im Euroraum weisen allgemein höhere Ausschläge auf als die chinesischen Erzeugerpreisindizes. Der identifizierte Angebotsschock in China beeinflusst diese volatile Zeitreihe daher stärker als den chinesischen EPI.

## Abbildung C

### Reaktionen auf chinesische Nachfrage- und Angebotsschocks

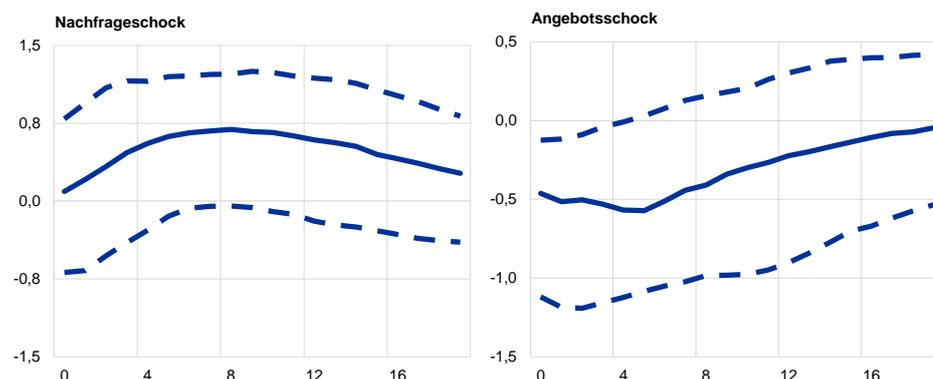
#### a) Reaktion des chinesischen EPI

(x-Achse: Monate; y-Achse: Veränderung in %)



#### b) Reaktion der Einfuhrpreise im Euroraum

(x-Achse: Monate; y-Achse: Veränderung in %)



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

Anmerkung: Alle in der empirischen Analyse verwendeten Zeitreihen sind Jahreswachstumsraten, mit Ausnahme der Lieferzeiten der Zulieferer weltweit im Einkaufsmanagerindex. Untersucht wurde der Zeitraum von Januar 2006 bis Juni 2023. Vorzeichenrestriktionen: Chinesischer Nachfrageschock (+: relatives Wachstum, chinesische Industrieproduktion, chinesischer EPI); chinesischer Angebotsschock (0: Rohstoffpreise; +: relatives Wachstum, chinesische Industrieproduktion; -: Lieferzeiten der Zulieferer weltweit, chinesischer EPI, Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums); Angebotsschock bei Rohstoffen (+: Rohstoffpreise, chinesischer EPI, Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums; -: chinesische Industrieproduktion; 0: Lieferzeiten der Zulieferer weltweit); weltweiter Nachfrageschock (+: Rohstoffpreise, chinesische Industrieproduktion, Lieferzeiten der Zulieferer weltweit; -: relatives Wachstum); Schock durch globale Lieferengpässe (+: relatives Wachstum, Lieferzeiten der Zulieferer weltweit; -: chinesische Industrieproduktion). Restriktion bei den Auswirkungen zum Zeitpunkt des jeweiligen Schocks: Der Schockumfang ist so kalibriert, dass die chinesische Industrieproduktion um 1 Prozentpunkt wächst. Die gestrichelten Linien beziehen sich auf das Konfidenzband von 68 %.

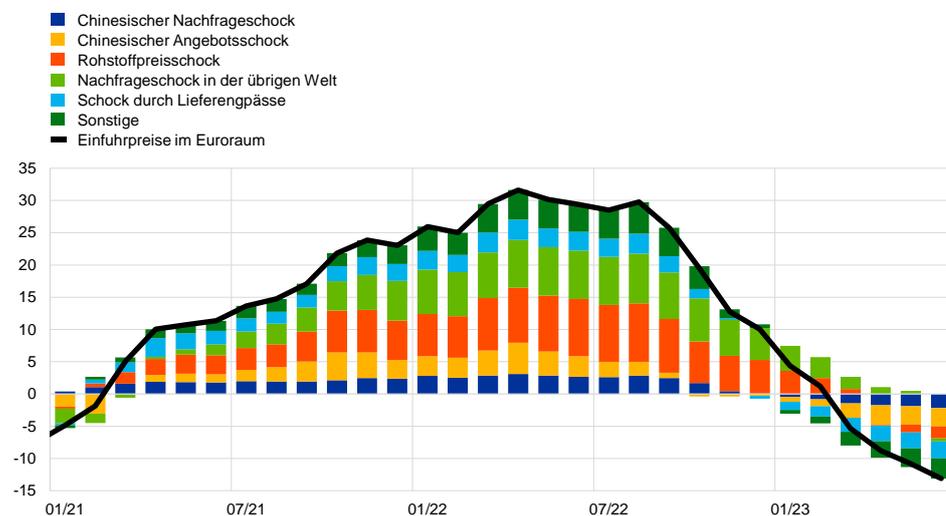
### Schocks der chinesischen Binnenwirtschaft sind in hohem Maße für den seit 2021 verbuchten Anstieg der Preise für Importe aus Ländern außerhalb des Euroraums und die diesbezüglich in den letzten Monaten beobachtete Umkehrung verantwortlich.

Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass auf Nachfrage- und Angebotsschocks in China zusammengenommen ein Anteil von bis zu 8 Prozentpunkten an der Erhöhung der Preise für Einfuhren aus Drittländern im Euroraum in dieser Zeit entfällt. Dies entspricht etwa einem Viertel des Gesamtanstiegs (siehe Abbildung D). Im Juni 2023 trug die Entwicklung in China 5 Prozentpunkte zur Verringerung dieser Preise bei. Der übrige Anteil des Preisrückgangs lässt sich durch die schwächere weltweite Nachfrage, die nachlassenden Lieferengpässe und die negativen Angebotsschocks bei Rohstoffen erklären.

## Abbildung D

### Aufgliederung historischer Schocks auf die Preise für Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums

(Abweichungen vom Gleichgewichtsniveau in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

### Der Einfluss niedrigerer Preise in China auf die Gesamtinflation im Euroraum ist geringer.

Um diesen Einfluss sachgerecht schätzen zu können, wäre eine komplexe Modellierung der Produktionskette von den Einfuhrpreisen bis hin zu den Verbraucherpreisen vonnöten, was den Rahmen dieses Kastens sprengen würde. Dennoch lässt sich aus dem geschätzten Importgehalt der Verbraucherpreise im Eurogebiet, der bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie 29 % beträgt, ein grober Näherungswert ableiten. Im HVPI weisen die Industrieerzeugnisse ohne Energie unter den Hauptkomponenten (Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie) den höchsten Importgehalt auf. Sie dürften daher durch Entwicklungen in den wichtigsten Handelspartnerländern wie China am stärksten beeinflusst werden. Anhand des Importgehalts ergäbe sich in Bezug auf den Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie ein Einfluss von maximal -1,5 Prozentpunkten. Da die Industrieerzeugnisse ohne Energie rund ein Viertel des HVPI ausmachen, würde dies zu einer Verringerung der HVPI-Teuerungsrate für den Euroraum um 0,4 Prozentpunkte führen. Diese vorsichtigen Schätzungen liefern keine Angaben darüber, innerhalb welchen Zeitraums eine solche Übertragung spürbar werden würde, da ein beträchtlicher Anteil (43 %) der Einfuhren aus China aus Vorleistungsgütern besteht. Es könnte daher eine gewisse Zeit dauern, bis der Einfluss vollständig auf die Verbraucherpreise durchwirken würde.

## Implikationen der Branchenstruktur für die realwirtschaftlichen Effekte der Geldpolitik

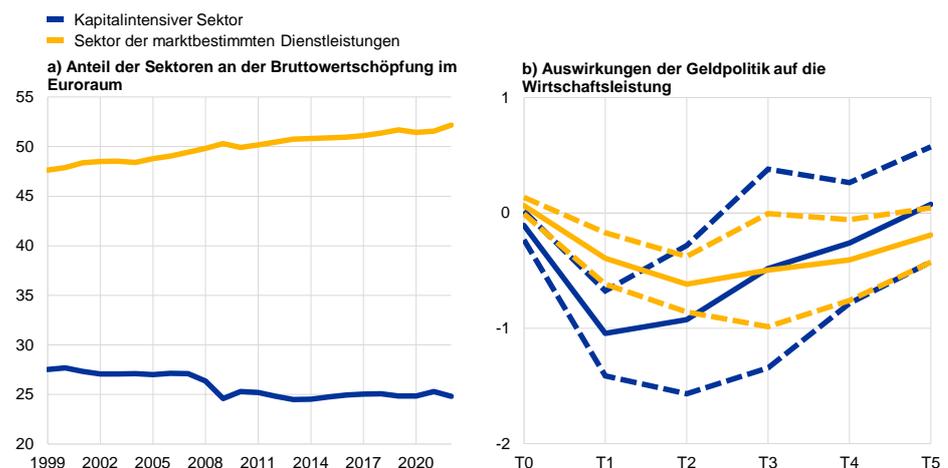
Sebastian Hauptmeier und Frédéric Holm-Hadulla

**Seit der Einführung des Euro hat sich die Dienstleistungsintensität der Wirtschaft im Euroraum erhöht.** Im Zeitraum von 1999 bis 2022 stieg der Anteil der marktbestimmten Dienstleistungen an der Bruttowertschöpfung im Euroraum um rund 4 ½ Prozentpunkte an, und zwar von knapp 48 % auf mehr als 52 % (siehe Abbildung A, Grafik a). Zugleich ging der entsprechende Anteil der Industrie (einschließlich des verarbeitenden Gewerbes) und des Baugewerbes – die in der Regel als relativ kapitalintensive Wirtschaftssektoren gelten – um rund 2 ½ Prozentpunkte von rund 27 ½ % auf etwa 25 % zurück.

### Abbildung A

Bruttowertschöpfung des kapitalintensiven Sektors und der marktbestimmten Dienstleistungen – Entwicklung und Reaktion auf die Geldpolitik

(in %)



Quellen: Eurostat und eigene Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a umfasst der Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen unter anderem die Teilsektoren Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie, Information und Kommunikation, Finanzdienstleistungen sowie Grundstücks- und Wohnungswesen. Der kapitalintensive Sektor bezieht sich unter anderem auf Bergbau, verarbeitendes Gewerbe, Energie- und Wasserversorgung sowie Baugewerbe. In Grafik b sind die Auswirkungen einer Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte über einen Zeitraum von fünf Jahren (T0 bis T5) abgebildet. Die gestrichelten Linien stellen Konfidenzintervalle von 90 % dar.

**Im vorliegenden Kasten wird eine neue Analyse vorgestellt, die sich mit der Frage befasst, ob die Dienstleistungsintensität einer Volkswirtschaft für die realwirtschaftliche Transmission der Geldpolitik eine Rolle spielt.** Empirische Belege deuten darauf hin, dass die sektorale Zusammensetzung der Wirtschaftsleistung Implikationen für die Wirkung der Geldpolitik hat; dies hängt unter anderem damit zusammen, dass in den kapitalintensiveren Branchen eine

höhere Sensitivität gegenüber Zinsänderungen besteht.<sup>1</sup> Die Analyse basiert auf einer detaillierten geografischen Aufschlüsselung des Niveaus und der Zusammensetzung der Wirtschaftsleistung im Euroraum. Die Daten stammen aus der ARDECO-Datenbank<sup>2</sup> der Europäischen Kommission und beziehen sich auf die feinstmögliche Disaggregation, die auf regionaler Ebene verfügbar ist (NUTS-3-Klassifikation, die in etwa der Stadt- oder Kreisebene entspricht). Diese Granularität bietet in zweifacher Hinsicht Vorteile für eine ökonometrische Analyse der Auswirkungen einer erhöhten Dienstleistungsintensität auf die Transmission der Geldpolitik: Erstens können zahlreiche Störfaktoren berücksichtigt werden, die normalerweise die Identifizierung geldpolitischer Effekte auf Makroebene erschweren. Zweitens sind die verbleibenden Unterschiede im Niveau und in der Zusammensetzung der Wirtschaftsleistung auf regionaler Ebene auch dann noch erheblich, wenn für diese Makrofaktoren kontrolliert wird. Die dynamischen Auswirkungen der exogenen Änderungen der Geldpolitik auf die jeweilige regionale Wirtschaftsleistung werden mithilfe der lokalen Projektionsmethode geschätzt.<sup>3</sup>

**Die Analyse untersucht in zwei Schritten, wie beobachtete sektorale Verschiebungen die Transmission der Geldpolitik beeinflussen.** Zuerst werden die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Bruttowertschöpfung im Dienstleistungsbereich mit den entsprechenden Effekten im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe als kapitalintensivem Sektor verglichen. Danach wird die Wechselwirkung zwischen der Dienstleistungsintensität und der Transmission der Geldpolitik auf die Bruttowertschöpfung insgesamt geschätzt. Im ersten Schritt werden die Reaktionsmuster der verschiedenen Arten von Wirtschaftsaktivitäten auf ihre Heterogenität hin analysiert. Dies gibt Aufschluss darüber, inwieweit sich die geldpolitische Transmission in den einzelnen Wirtschaftssektoren unterscheidet. Im zweiten Schritt wird aufgezeigt, welche Rolle diese Heterogenität im Hinblick auf die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Geldpolitik spielt. Es wird also untersucht, inwieweit die sektorale Zusammensetzung der Wirtschaft die geldpolitische Transmission beeinflusst.

**Die Auswirkungen der Geldpolitik sind im Dienstleistungssektor signifikant, fallen dort aber dennoch schwächer aus und setzen später ein als im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe.** Die Reaktion des Dienstleistungssektors auf einen geldpolitischen Schock beginnt sich in dem Jahr nach dem Schock zu zeigen. Im Fall einer geldpolitischen Straffung um 25 Basispunkte wird im zweiten Jahr ein Tiefstand von rund 0,6 % erreicht (siehe die gelbe Linie in Abbildung A, Grafik b).<sup>4</sup> Damit ist die Reaktion im Dienstleistungssektor schwächer und erfolgt mit einer größeren Verzögerung als im

<sup>1</sup> Siehe beispielsweise G. Carlino und R. DeFina, The Differential Regional Effects of Monetary Policy, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 80(4), 1999, S. 572-587; G. Peersman und F. Smets, The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area, *The Economic Journal*, Bd. 115(503), 2005, S. 319-342.

<sup>2</sup> ARDECO steht für [Annual Regional Database of the European Commission](#) (jährliche Regionaldatenbank der Europäischen Kommission).

<sup>3</sup> Einzelheiten zu den Daten und der Methodik finden sich in: S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla und K. Nikalaxi, [Monetary policy and regional inequality](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2385, 2020.

<sup>4</sup> Das Modell ist symmetrisch, d. h., bei einer geldpolitischen Lockerung werden analoge Ergebnisse erzielt.

verarbeitenden Gewerbe und im Bausektor. Dort wird der Tiefpunkt mit einem Rückgang von rund 1 % schon im ersten Jahr erreicht (siehe die blaue Linie).<sup>5</sup> Dieser Unterschied erklärt sich durch den stärkeren Einfluss, den der Zinskanal der Geldpolitik auf die kapitalintensiveren Bereiche der Wirtschaft hat. Auch steht er qualitativ im Einklang mit entsprechenden Analysen auf aggregierter Ebene.<sup>6</sup> Gleichzeitig bestätigen die Schätzungen, dass der Dienstleistungssektor statistisch und ökonomisch signifikant auf geldpolitische Schocks reagiert. Darin kommt zum Ausdruck, dass a) auch Dienstleistungen oftmals einen nicht unerheblichen Kapitaleinsatz erfordern und b) die Geldpolitik nicht nur über den Kanal der Zinssensitivität des Kapitals übertragen wird.<sup>7</sup>

**Eine höhere Dienstleistungsintensität dämpft somit auf kürzere Sicht die Transmission der Geldpolitik auf die Realwirtschaft, wenn auch nur geringfügig.**

Im Einklang mit den heterogenen Reaktionen in den einzelnen Sektoren wird der Einfluss der Geldpolitik auf das BIP somit schwächer, wenn die Dienstleistungsintensität in der Wirtschaft zunimmt (siehe Abbildung B). Der Effekt ist etwa zwei Jahre lang statistisch signifikant und erreicht seine Spitze im zweiten Jahr. An diesem Punkt schwächt sich die realwirtschaftliche Auswirkung einer Zinserhöhung um 25 Basispunkte mit jedem zusätzlichen Prozentpunkt, der auf den Dienstleistungsanteil entfällt, um rund 1 Basispunkt ab. Die seit der Euro-Einführung verzeichnete Zunahme des Dienstleistungsanteils an der Wirtschaft im Euroraum beträgt etwa 4 ½ Prozentpunkte, was auf einen dämpfenden Effekt im Umfang von rund 4 Basispunkten schließen lässt. Dies ist weniger als 10 % der maximalen Reaktion des BIP auf einen Schock derselben Größenordnung.<sup>8</sup>

<sup>5</sup> Eine mögliche Einschränkung besteht darin, dass sich die beiden hier betrachteten Sektoren (kapitalintensiver Sektor und Dienstleistungssektor) aus verschiedenen Arten von Wirtschaftsaktivitäten zusammensetzen. Diese unterscheiden sich möglicherweise in ihrem Reaktionsverhalten gegenüber der Geldpolitik. Die wichtigsten Erkenntnisse aus dieser Untersuchung haben auch dann Bestand, wenn diese Gruppen weiter aufgeschlüsselt werden. Allerdings fasst die regionale Aufschlüsselung mit der höchsten Granularität, die öffentlich verfügbar ist, beispielsweise die Bereiche Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Verkehr und Lagerei zusammen, die in der Regel eine recht unterschiedliche Kapitalintensität aufweisen.

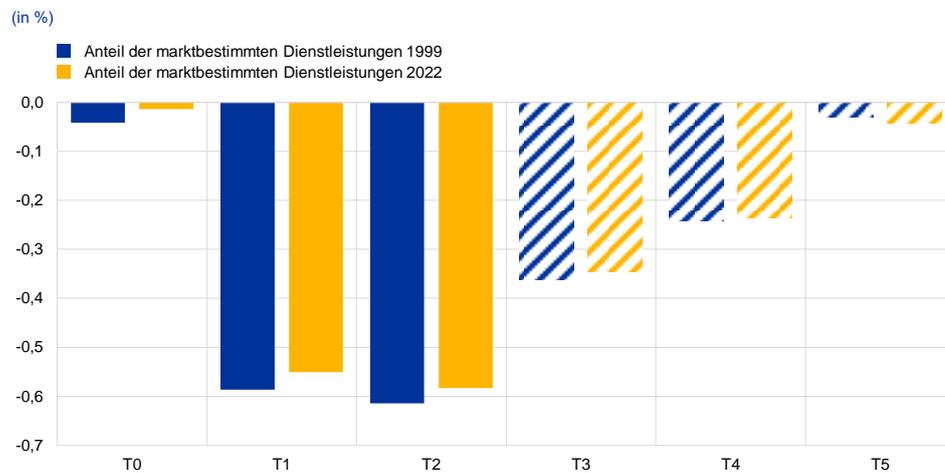
<sup>6</sup> Andere Faktoren haben sich seit der Einführung des Euro ebenfalls merklich verändert. Dies könnte auf eine sektorübergreifende Heterogenität bei der geldpolitischen Transmission hindeuten. So könnte zum Beispiel die gestiegene Verschuldung der privaten Haushalte den Einfluss der Geldpolitik verstärkt haben (siehe zum Beispiel Y. Kim und H. Lim, Transmission of monetary policy in times of high household debt, Journal of Macroeconomics, Bd. 63, 2020).

<sup>7</sup> So könnte eine Kombination aus unvollständigem Wettbewerb und Preisrigiditäten stärkere realwirtschaftliche Effekte der Geldpolitik im Sektor der nicht handelbaren Güter (der tendenziell hauptsächlich aus Dienstleistungen besteht) hervorrufen; siehe P. R. Lane, Inflation in open economies, Journal of International Economics, Bd. 42(3-4), 1997, S. 327-347.

<sup>8</sup> Weitere Belege für die begrenzte Bedeutung der Dienstleistungsintensität für die realwirtschaftliche Transmission der Geldpolitik finden sich in: B. Coeuré, [The rise of services and the transmission of monetary policy](#), Rede anlässlich der 21. Geneva Conference on the World Economy, Mai 2019.

## Abbildung B

### Auswirkungen einer höheren Dienstleistungsintensität auf die geldpolitische Transmission



Quellen: EZB, Eurostat und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Abgebildet sind die Auswirkungen einer Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte in einem Zeitraum von fünf Jahren (T0 bis T5) in Abhängigkeit vom Anteil der Dienstleistungen im Jahr 1999 und 2022. Dies entspricht der Summe aus dem Steigungskoeffizienten des Leitzinses und dem Koeffizienten eines Interaktionsterms zwischen dem Leitzins und dem Dienstleistungsanteil. Die Spezifikation entspricht im Wesentlichen Gleichung 1 in: S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla und K. Nikalaxi, a. a. O. Die durchgehenden Balken weisen darauf hin, dass die Effekte mindestens bis zu einem Niveau von 10 % signifikant sind.

## 5 Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entwicklung der Geschäftserwartungen in einzelnen Wirtschaftssektoren

Niccolò Battistini und Pedro Neves

**Die Geschäftserwartungen sind seit Mitte 2022 gesunken. Der Rückgang bei den Erwartungen setzte damit früher ein als die Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Euroraum.** Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission haben sich die kurzfristigen Erwartungen zur Geschäftsentwicklung seit dem dritten Quartal 2022 im Vorjahresvergleich verringert. Diese Verschlechterung war Vorbote der anschließenden Konjunkturabkühlung im Eurogebiet, wenngleich das Tempo der Abschwächung in den einzelnen Wirtschaftssektoren unterschiedlich war. Im vorliegenden Kasten wird ein neuer zusammengesetzter Bottom-up-Index der Geschäftserwartungen in verschiedenen Sektoren untersucht. Außerdem wird anhand disaggregierter Daten zu den Erwartungen und Produktionshemmnissen, die aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission stammen, beleuchtet, welche Rolle die strukturellen Bestimmungsfaktoren des Index im Einzelnen spielten.

**Der zusammengesetzte Bottom-up-Index der Geschäftserwartungen ist ein guter Frühindikator der Entwicklung des realen BIP.** Berechnet wird der Index als gewichteter Durchschnitt des Saldos der Umfrageergebnisse zu den kurzfristigen Geschäftserwartungen in den drei größten Sektoren. Konkret geht es dabei um die Erwartungen zur Produktion im verarbeitenden Gewerbe in drei Monaten, die Erwartungen zur Nachfrage im Dienstleistungssektor in drei Monaten sowie eine Einschätzung der Auftragslage im Baugewerbe.<sup>1</sup> Der zusammengesetzte Index, der jeweils im ersten Monat eines Quartals gemessen wird, korreliert stark mit der Jahreswachstumsrate des realen BIP im selben Quartal. Er ähnelt damit breiteren Indizes, z. B. dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und dem Einkaufsmanagerindex von S&P Global für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (siehe Tabelle A).<sup>2</sup> Auf Branchenebene korreliert jede Komponente auch eng mit den Wertschöpfungsdaten des jeweiligen Sektors. Dabei entsprechen die Korrelationen in etwa den in Tabelle A ausgewiesenen Werten.

<sup>1</sup> Die Gewichtung basiert auf den Anteilen der Sektoren an der gesamten Bruttowertschöpfung unter Ausschluss nicht marktbestimmter Dienstleistungen (in der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige (NACE Rev. 2) entsprechend den Abschnitten O, P und Q, d. h. öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheits- und Sozialwesen). Nach Reskalierung belaufen sich die Gewichte auf rund 22 % für das verarbeitende Gewerbe, 7 % für das Baugewerbe und 71 % für den Dienstleistungssektor.

<sup>2</sup> Insgesamt betrachtet weisen Stimmungsindikatoren und umfragebasierte Indizes bekanntermaßen eine gute Korrelation mit harten Daten zu den Jahreswachstumsraten auf. Siehe beispielsweise die Evidenz in: M. Camacho und G. Perez-Quiros, [Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 25, Ausgabe 4, 2010, S. 663-694.

**Tabelle A**

Historische Korrelationen zwischen den Umfrageindikatoren und dem Wachstum des realen BIP

| Korrelationskoeffizient                      | Geschäftserwartungen | Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung | Einkaufsmanagerindex |
|--|----------------------|---|----------------------|
| Erstes Quartal 1999 bis zweites Quartal 2023 | 0,76                 | 0,79  | 0,76                 |
| Erstes Quartal 1999 bis viertes Quartal 2019 | 0,87                 | 0,91  | 0,86                 |

Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen), S&P Global und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Korrelation wird zwischen den Umfrageindikatoren auf Basis standardisierter Werte für den ersten Monat des jeweiligen Quartals und der Jahreswachstumsrate des realen BIP für das betreffende Quartal berechnet. In diesem Zusammenhang fällt die nicht in der Tabelle dargestellte Korrelation zwischen der jährlichen Veränderung der standardisierten Umfrageindikatoren und der Jahreswachstumsrate des realen BIP in der Zeit vor der Pandemie etwas schwächer aus. Mit Beginn der Pandemie hat sie jedoch zugenommen und spiegelt die jährliche Wachstumsdynamik des realen BIP in der Erholungsphase nach der Pandemie relativ gut wider.

### Zur Analyse des Einflusses struktureller Bestimmungsfaktoren auf die Geschäftserwartungen wird ein empirisches Modell herangezogen.

Für jeden Sektor wird ein bayesianisches strukturelles Vektorautoregressionsmodell (BSVAR-Modell) geschätzt und anschließend aggregiert, um den Effekt der strukturellen Bestimmungsfaktoren des zusammengesetzten Index zu quantifizieren. Das Modell umfasst Messgrößen für die Erwartungen der Unternehmen zur Entwicklung der Geschäftstätigkeit und der Preise sowie Einschätzungen darüber, welche Faktoren sich hemmend auf die Produktion auswirken – Produktnachfrage, Finanzierungsbedingungen, Arbeitskräftemangel, Material- und/oder Ausrüstungsmangel oder sonstige Faktoren (etwa im Zusammenhang mit regulatorischen oder zuletzt pandemiebedingten Entwicklungen). Anhand von Vorzeichen- und Größenrestriktionen werden drei Nachfrageschocks (Produktnachfrage, Finanzierungsbedingungen und sonstige Nachfrage) sowie drei Angebotschocks (Arbeitsangebot, Materialangebot und sonstiges Angebot) identifiziert.<sup>3</sup>

### Aus dem Modell geht hervor, dass für die jüngste trendmäßige Entwicklung der Geschäftserwartungen eine rückläufige Nachfrage maßgeblich war, die teilweise durch eine Erholung des Angebots ausgeglichen wurde.

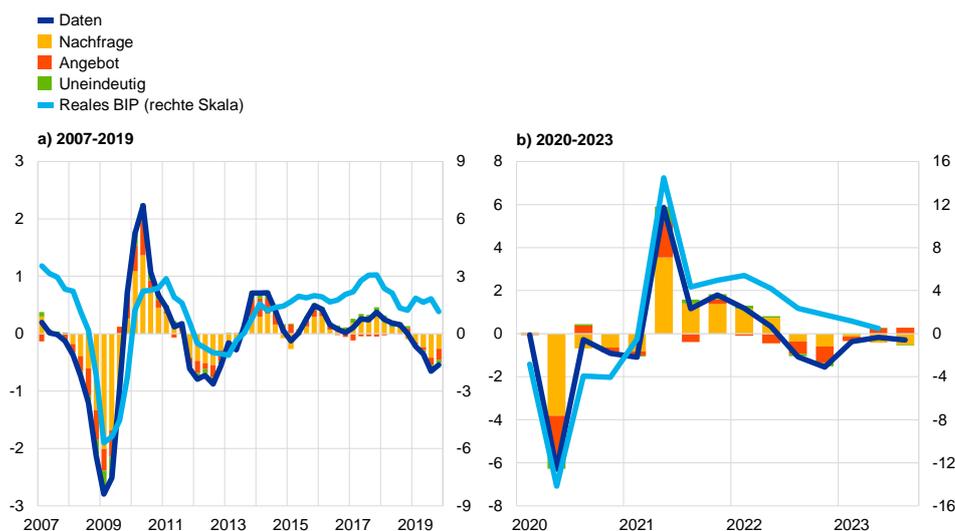
Während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum sanken die Geschäftserwartungen, was hauptsächlich durch Nachfragefaktoren bedingt war (siehe Abbildung A, Grafik a). Zuletzt gingen sie im Jahr 2020 infolge des Ausbruchs der Pandemie zurück, stiegen aber 2021 im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft wieder an (siehe Abbildung A, Grafik b). Auch in diesem Fall waren es überwiegend nachfrageseitige Faktoren, die den Erwartungen zugrunde lagen,

<sup>3</sup> Sämtliche Variablen werden zunächst standardisiert und anschließend differenziert. Mit Blick auf die strukturellen Schocks wird angenommen, dass Produktnachfrageschocks, Schocks auf die Finanzierungsbedingungen und sonstige Nachfrageschocks, die der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zuzurechnen sind, die Geschäftstätigkeit erhöhen und preissteigernd wirken. Arbeitsangebots-, Materialangebots- und sonstige Angebotschocks, die Teil des gesamtwirtschaftlichen Angebots sind, steigern ebenfalls die Geschäftstätigkeit, wirken aber preissenkend. Jeder Schock bewirkt die größte Verringerung bei seinem faktorspezifischen Grenzwert. Die Schätzung des BSVAR-Modells erfolgt mit Prior-Selektion und einer Bereinigung der Heteroskedastizität um Covid-19 sowie mit Vorzeichen- und Größenrestriktionen. Einzelheiten zur Prior-Selektion finden sich in: D. Giannone, M. Lenza und G. E. Primiceri, Prior Selection for Vector Autoregressions, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 97, Ausgabe 2, 2015, S. 436-451. Einzelheiten zur Bereinigung der Heteroskedastizität um Covid-19 finden sich in: M. Lenza und G. E. Primiceri, How to estimate a vector autoregression after March 2020, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 37, Ausgabe 4, 2022, S. 688-699.

wobei Angebotsfaktoren ebenfalls eine wichtige Rolle spielten. Dem Modell zufolge verringerten sich die Geschäftserwartungen jedoch Ende 2022 vor allem aufgrund angebotsseitiger Triebkräfte. Dieser Rückgang war Vorbote der jüngsten Wachstumsabschwächung des realen BIP. Von Beginn des laufenden Jahres bis zum dritten Quartal 2023 wurden die Geschäftserwartungen durch eine schwache Nachfrage gedämpft. Diese wurde durch eine positive Angebotsentwicklung teilweise ausgeglichen. Die Modellergebnisse weisen nachfrageseitigen Faktoren eine größere Bedeutung zu als andere Untersuchungen. Letztere kommen zu dem Schluss, dass Angebotsfaktoren bei der Geschäftsentwicklung eine wichtigere Rolle spielten, insbesondere im Zuge der Pandemie im Jahr 2020. Die Diskrepanz könnte auf unterschiedliche Modellannahmen, die Zukunftsorientierung der erwartungsbasierten Indikatoren oder auch darauf zurückzuführen sein, dass in anderen Studien die Gesamtwirtschaft und nicht nur die hier betrachteten Wirtschaftssektoren Gegenstand der Untersuchung war.<sup>4</sup>

### Abbildung A Historische Bestimmungsfaktoren der Geschäftserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr; Beiträge in Prozentpunkten; standardisierte Salden)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der zusammengesetzte Indikator der Geschäftserwartungen wird als gewichteter Durchschnitt der Indizes der Erwartungen zur Produktion im verarbeitenden Gewerbe in drei Monaten, der Erwartungen zur Nachfrage im Dienstleistungssektor in drei Monaten und der Einschätzung der Auftragslage im Baugewerbe berechnet. Die Schätzung des BSVAR-Modells erfolgt mit Prior-Selektion und einer Bereinigung der Heteroskedastizität um Covid-19 sowie mit Vorzeichen- und Größenrestriktionen. Die Stichprobe beruht auf Angaben zum Euroraum für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum dritten Quartal 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

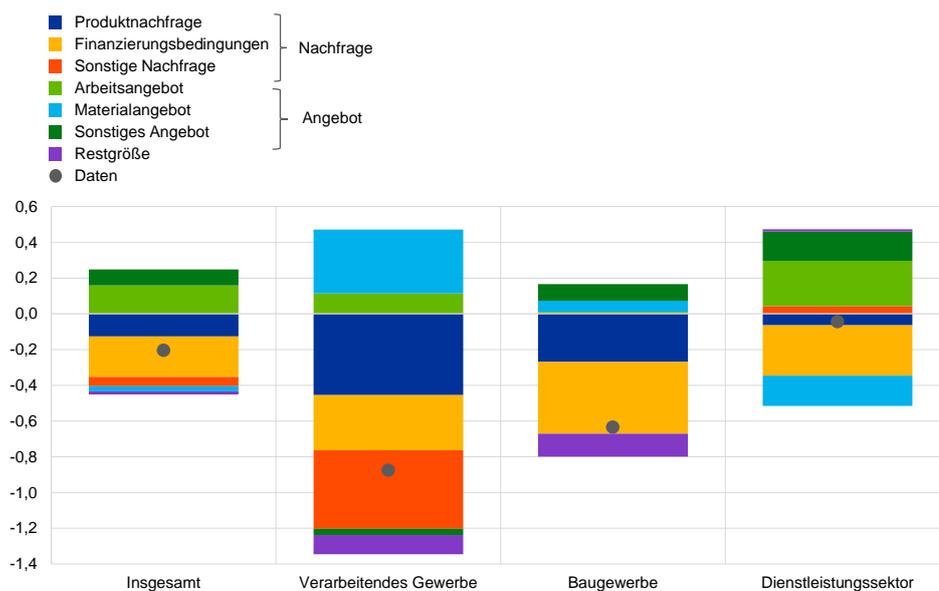
### Die granulare modellbasierte Zerlegung legt nahe, dass die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und eine nachlassende Nachfrage nach Produkten

<sup>4</sup> Diese Gründe sowie Differenzen in der Anzahl der Variablen, der Anzahl der restriktiven Schocks, der untersuchten Stichprobe und der statistischen Behandlung des Pandemiezeitraums erklären den Unterschied etwa zu den Ergebnissen in: EZB, [Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren der Konjunktorentwicklung](#), Kasten 3, in: Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie, Wirtschaftsbericht 4/2023, Juni 2023; EZB, [Störungen der Lieferketten und ihre Auswirkungen auf die Weltwirtschaft](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022. Die im vorliegenden Kasten vorgestellten Ergebnisse stehen indessen im Einklang mit Studien, die auf zukunftsgerichteten Daten aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission basieren. Siehe hierzu beispielsweise EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

die Geschäftserwartungen im dritten Quartal 2023 am stärksten belasteten. Im dritten Quartal 2023 sanken die Geschäftserwartungen im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe im Vorjahresvergleich stärker als im Dienstleistungssektor. Dies war in erster Linie auf die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zurückzuführen, die sich auf alle drei Wirtschaftssektoren auswirkte (siehe Abbildung B). Der Rückgang der Produktnachfrage, der unter anderem dem anhaltenden Lagerabbau geschuldet war, trug ebenfalls dazu bei, dass sich die Erwartungen verringerten. Gestützt wurden sie indes durch das Angebot (vor allem das Materialangebot), das sich im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe erholte. Auch ein günstiges Arbeitsangebot sowie andere Angebotsfaktoren, die mit den anhaltenden Effekten des Wiederhochfahrens der Wirtschaft im Dienstleistungssektor zusammenhingen, wirkten sich positiv auf die Erwartungen aus.<sup>5</sup>

**Abbildung B**  
Bestimmungsfaktoren der Geschäftserwartungen nach Wirtschaftssektoren und Aufschlüsselung der Schocks im dritten Quartal 2023

(Veränderung gegen Vorjahr; Beiträge in Prozentpunkten; standardisierte Salden)



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

Anmerkung: Der zusammengesetzte Indikator der Geschäftserwartungen wird als gewichteter Durchschnitt der Indizes der Erwartungen zur Produktion im verarbeitenden Gewerbe in drei Monaten, der Erwartungen zur Nachfrage im Dienstleistungssektor in drei Monaten und der Einschätzung der Auftragslage im Baugewerbe berechnet. Die Schätzung des BSVAR-Modells erfolgt mit Prior-Selektion und einer Bereinigung der Heteroskedastizität um Covid-19 sowie mit Vorzeichen- und Größenrestriktionen. Die Stichprobe beruht auf Angaben zum Euroraum für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum dritten Quartal 2023.

### Eine tiefere Analyse einzelner Teilsektoren liefert genauere

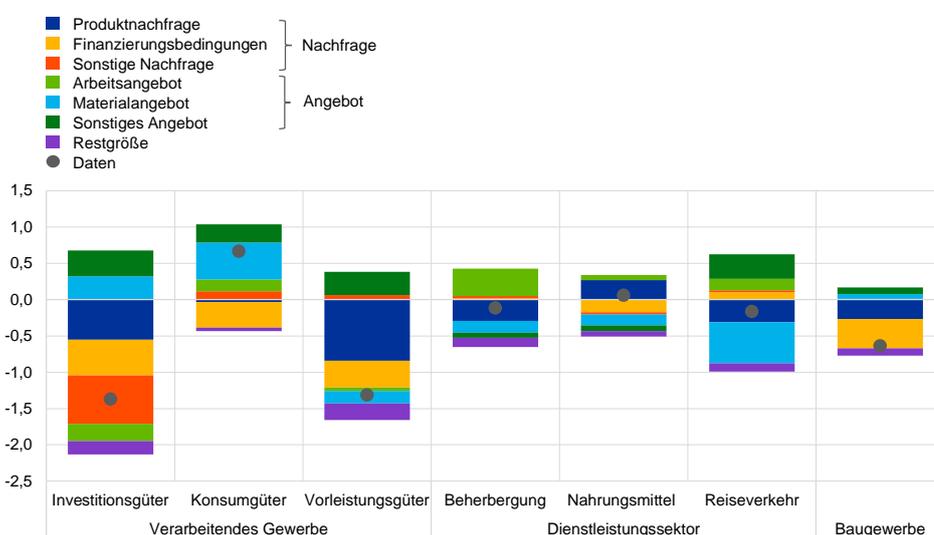
**Erkenntnisse über die sektorübergreifende Entwicklung.** Abbildung C gibt einen Überblick über die modellbasierte Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen und verbrauchernahen Dienstleistungen, die mittels Bottom-up-Aggregation des zusammengesetzten Index für das dritte Quartal 2023 separat geschätzt wurden. Die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen wirkte sich auf alle Branchen im

<sup>5</sup> Die Ergebnisse stehen im Einklang mit den wesentlichen Erkenntnissen aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen vom Sommer. Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2023, August 2023.

verarbeitenden Gewerbe aus, während die geringe Produktnachfrage vor allem die Vorleistungs- und Investitionsgüter (die enger mit Investitionen verknüpft sind) und weniger die Konsumgüter (die enger mit dem Endverbrauch der privaten Haushalte verknüpft sind) betraf.<sup>6</sup> Der Investitionsgütersektor wurde durch andere Nachfragefaktoren beeinflusst, die möglicherweise mit Hürden beim Übergang zu einer emissionsarmen Wirtschaft im Automobilsektor zusammenhängen.<sup>7</sup> Die verbrauchernahen Dienstleistungen profitierten vor allem im Bereich Beherbergung von positiven Arbeitsangebotseffekten, wohingegen sie insbesondere im Reiseverkehr unter verzögerten negativen Auswirkungen des schwachen Materialangebots litten.

**Abbildung C**  
Bestimmungsfaktoren der Geschäftserwartungen nach Teilssektoren und Aufschlüsselung der Schocks im dritten Quartal 2023

(Veränderung gegen Vorjahr; Beiträge in Prozentpunkten; standardisierte Salden)



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

Anmerkung: Der zusammengesetzte Indikator der Geschäftserwartungen wird als gewichteter Durchschnitt der Indizes der Erwartungen zur Produktion im verarbeitenden Gewerbe in drei Monaten, der Erwartungen zur Nachfrage im Dienstleistungssektor in drei Monaten und der Einschätzung der Auftragslage im Baugewerbe berechnet. Die Schätzung des BSVAR-Modells erfolgt mit Prior-Selektion und einer Bereinigung der Heteroskedastizität um Covid-19 sowie mit Vorzeichen- und Größenrestriktionen. Die Stichprobe beruht auf Angaben zum Euroraum für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum dritten Quartal 2023.

**Alles in allem liefert das Modell eine Analyse der Bestimmungsfaktoren der Geschäftserwartungen in einzelnen Sektoren und des implizierten Wachstumspfad des realen BIP im Euroraum.** Während die Verbesserung der Angebotsfaktoren die Geschäftsentwicklung stützen dürfte, trüben die restriktiveren Finanzierungsbedingungen und die branchenübergreifend rückläufige Nachfrage die Aussichten für das verarbeitende Gewerbe im dritten Quartal 2023. Auch wenn von

<sup>6</sup> Die Modellergebnisse stehen im Einklang mit den wesentlichen Erkenntnissen aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen vom Sommer, denen zufolge Vorleistungsgüterproduzenten aufgrund des anhaltenden Lagerabbaus entlang der Versorgungskette seit Anfang 2023 besonders stark vom Nachfragerückgang betroffen sind. Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2023, August 2023.

<sup>7</sup> Eine Modellzerlegung für den Automobilsektor zeigt, dass die Branche von anderen Nachfrageschocks getroffen wurde, die vor Ausbruch der Pandemie auftraten und seit Anfang 2023 der vorherrschende Faktor sind. Eine tiefergehende Analyse der Automobilindustrie findet sich in: EZB, [Gründe für den Produktionsrückgang und den Preisanstieg im Kraftfahrzeugsektor](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 7/2022, November 2022.

robusteren Erwartungen im Dienstleistungssektor ausgegangen wird, werden sich die allmählich nachlassenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und der zunehmend negative Einfluss der verschärften Finanzierungsbedingungen dämpfend auf die Erwartungen auswirken.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova und Octavia Hedwig Zahrt

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 56 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 25. September bis zum 5. Oktober 2023 statt.<sup>1</sup>

**Die Befragten berichteten im Durchschnitt von einer Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit. Dies deckt sich mit einer leicht rückläufigen Produktionsleistung im dritten und vierten Quartal 2023 sowie mit einem nachlassenden Preisauftrieb** (siehe Abbildung A). Wie schon in den vorangegangenen Quartalen gab es auch diesmal große Unterschiede beim gemeldeten Niveau der Wirtschaftsaktivität und dessen Wachstum. Während die Flaute in den leistungsschwachen Sektoren länger anhielt als erwartet, schwächten sich in den leistungsstärkeren Sektoren einige der bisherigen Triebkräfte ab. Die Beschäftigung schätzten die Unternehmen als stabil ein, allerdings verschlechterten sich die Aussichten leicht. Unterdessen ließ der Preisauftrieb vor dem Hintergrund stabiler Vorleistungskosten weiter nach. Der Lohndruck dürfte den Befragten zufolge trotz der für 2024 erwarteten leichten Abschwächung des Lohnwachstums weiterhin hoch bleiben.

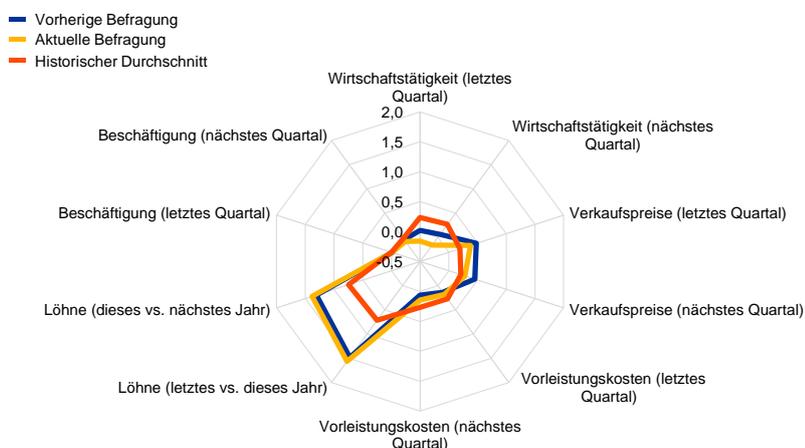
---

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

## Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung. Für die aktuelle Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das dritte und „nächstes Quartal“ auf das vierte Quartal 2023. Für die vorherige Befragung beziehen sich die Begriffe auf das zweite bzw. dritte Quartal 2023. In Bezug auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Okttober liegt der Schwerpunkt dagegen auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Dialogrunden (bis ins Jahr 2008 zurückreichend) ermittelt.

### In der Industrie wurde bei Vorleistungsgütern, Gebrauchsgütern und im Baugewerbe weiterhin eine schwache oder negative Entwicklung gemeldet.

Den Unternehmen zufolge waren die Umsätze in den Bereichen Unterhaltungselektronik und langlebige Haushaltswaren nach wie vor niedrig oder rückläufig. Ursächlich hierfür war die schwächere Nachfrage der privaten Haushalte, deren Einkommen unter Druck geraten sind und die solche Anschaffungen zudem während der Corona-Pandemie vorgezogen hatten. Im Zusammenspiel mit der geringen und sinkenden Aktivität im Baugewerbe und der fortlaufenden Anpassung der Lagerbestände in einigen Teilen der Lieferkette führte dies zu einer anhaltend gedämpften Nachfrage nach vielen Vorleistungsgütern. Insbesondere Unternehmen, die Stahl, chemische Erzeugnisse und Baustoffe herstellen oder vertreiben, meldeten einen starken Rückgang ihrer Geschäftstätigkeit. Andere Bereiche des verarbeitenden Gewerbes zeigten sich indes resilienter. So war die Nachfrage nach den meisten Verbrauchsgütern recht stabil und stieg teilweise sogar an. Im Automobil- und im Investitionsgütersektor blieb die Produktion robust oder nahm weiter zu, da Auftragsrückstände aus vergangenen Lieferengpässen abgearbeitet wurden. Allerdings schrumpfte nach Aussage der Unternehmen der Auftragsbestand in einigen Branchen (insbesondere im Automobilsektor). Somit könnte es im späteren Jahresverlauf oder Anfang 2024 zu Produktionskürzungen kommen, sollte die Nachfrage nicht zunehmen.

**Die anhaltend schwache Nachfrage nach Waren kam auch in der verhaltenen Aktivität im Transportwesen und Einzelhandel zum Ausdruck. Der Tourismus und die digitalen Dienstleistungen legten dagegen weiter kräftig zu.**

In den Branchen Seefrachtverkehr, Straßengüterverkehr und Lagerei ging die Aktivität im dritten Quartal erneut zurück, da viele Unternehmen weiterhin versuchten, ihr Betriebskapital zu reduzieren. Die typische saisonale Belebung des weltweiten Seefrachtverkehrs im August und September aufgrund des Warentransports vor Weihnachten fiel den Befragten zufolge deutlich geringer aus als üblich. Der Lebensmitteleinzelhandel berichtete, dass Verbraucherinnen und Verbraucher ihre Ausgaben weiterhin durch einen Umstieg auf Discounter und günstigere Produktvarianten verringerten. Einige Einzelhändler äußerten sich dennoch optimistischer, dass sich die Ausgaben im späteren Jahresverlauf erholen könnten, da die privaten Haushalte zunehmend von steigenden Löhnen profitieren dürften. Aus den Bereichen Tourismus und Flugreisen wurde gemeldet, dass die Sommersaison sehr positiv verlaufen sei. Im Tourismus sei die Lage so gut wie vor der Pandemie oder sogar noch besser gewesen, und die Angebotsengpässe hätten nachgelassen. Dabei kamen dem innereuropäischen Tourismus die gestiegenen Preise für Fernreisen zugute. In ihren Planungen für 2024 gehen die befragten Unternehmen davon aus, dass sich das Wachstum zwar verlangsamen, aber fortsetzen wird. Bei den digitalen Dienstleistungen war erneut ein kräftiges Wachstum zu verzeichnen. Dieses wurde zum Teil vom zunehmenden Wunsch der Unternehmen getragen, zur Eindämmung der steigenden Arbeitskosten KI-Lösungen (u. a. für anspruchsvolle Bürotätigkeiten) einzusetzen. Allerdings gab es sogar aus diesem rasch wachsenden Sektor Meldungen über langwierige Verkaufsverhandlungen und eine schwächere Nachfrage vonseiten neuer und kleinerer Unternehmen. Auch die Nachfrage nach traditionellen Beratungsleistungen sei gesunken, so die Befragten, da die Kunden Projekte zurückgestellt hätten.

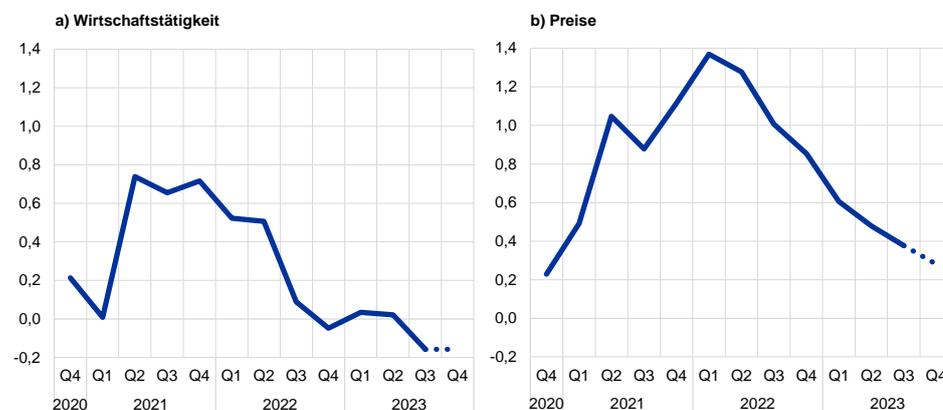
**Insgesamt äußerten sich die Unternehmen recht pessimistisch bezüglich der Aussichten für den restlichen Jahresverlauf 2023 und teilweise auch für 2024**

(siehe Abbildung B, Grafik a). Zum einen ließ der Rückenwind nach, der sich durch die Entspannung der Lieferengpässe ergeben hatte. Zum anderen spürten die Unternehmen nach wie vor Gegenwind durch den inflationsbedingten Druck auf die Realeinkommen sowie durch die steigenden Zinsen. Daher rechnen einige Unternehmen nun erst später, nämlich in der zweiten Jahreshälfte 2024, mit einer signifikanten konjunkturellen Belebung. Viele halten zwar Ausschau nach Anzeichen einer aggregierten Erholung der Konsumausgaben, können aber bislang keine erkennen.

## Abbildung B

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

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

#### Die Beschäftigungsentwicklung wurde als recht stabil beschrieben. Allerdings gibt es Anzeichen, dass sich die Lage in Zukunft eintrüben könnte.

Selbst in Branchen, in denen die Aktivität ins Stocken geraten ist, zögerten die Unternehmen nach eigenen Angaben, Personal abzubauen, da sie es angesichts des in vielen Ländern nach wie vor angespannten Arbeitsmarkts nicht als sinnvoll erachteten, sich von qualifizierten Arbeitskräften zu trennen. Stattdessen reduzierten sie ihren Arbeitseinsatz bei Bedarf in vielen Fällen dadurch, dass sie nicht mehr so stark auf externe Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter zurückgriffen, die Arbeitszeit verkürzten oder staatlich finanzierte Kurzarbeitsregelungen in Anspruch nahmen. Vor allem im verarbeitenden Gewerbe und in der Logistikbranche vermeldeten die Arbeitsvermittler eine sinkende Nachfrage nach Arbeitskräften. Viele Unternehmen verringerten ihre Mitarbeiterzahl, indem sie nur einen Teil der Beschäftigten ersetzten, die in den Ruhestand gingen oder kündigten, oder haben entsprechende Pläne für die Zukunft. Betroffen waren hiervon in erster Linie Arbeiter sowie Angestellte mit administrativen Aufgaben.

#### Der Anstieg der Verkaufspreise verlangsamte sich im dritten Quartal im Durchschnitt weiter, und diese Entwicklung dürfte sich im vierten Quartal fortsetzen

(siehe Abbildung B, Grafik b). Hinter diesem Gesamtbild verbirgt sich jedoch nach wie vor eine große Heterogenität, die auf die unterschiedlichen Nachfrage- und Angebotsbedingungen sowie den unterschiedlich starken Kostendruck in den einzelnen Sektoren zurückzuführen ist. In den Sektoren, in denen das Angebot noch nicht ganz mit der Nachfrage Schritt halten konnte, stiegen die Preise in den letzten Monaten weiter an. Dies war zum Beispiel in der Investitionsgüter-, Automobil-, Tourismus- und Reiseverkehrsbranche der Fall. Die meisten Befragten aus diesen Sektoren gehen jedoch davon aus, dass sich der Preisauftrieb abschwächen oder zum Stillstand kommen wird, je mehr sich Angebot

und Nachfrage wieder die Waage halten. Im Gegensatz dazu rechnen die meisten Unternehmen aus dem Verbrauchsgüterbereich sowie Anbieter von unternehmens- und verbraucherbezogenen Dienstleistungen mit weiteren Preisanstiegen, da die höheren Vorleistungskosten – insbesondere im Zusammenhang mit den Löhnen – auf die Preise übergewälzt werden, um die Margen aufrechtzuerhalten. Im Agrar- und Nahrungsmittelsektor beurteilten die Unternehmen die Aussichten unterschiedlich. Hier wird die künftige Preisentwicklung davon abhängen, inwieweit der bisherige Kostendruck bereits aufgefangen worden ist. Im Lebensmitteleinzelhandel dürften die Preise in den kommenden Monaten jedoch leicht sinken. In vielen Teilen des Baugewerbes, der Vorleistungsgüterbranche, des Gebrauchsgütersektors sowie im Gütertransport vermeldeten die befragten Unternehmen zumeist niedrige und/oder fallende Preise. Als Gründe hierfür nannten sie eine schwache Nachfrage sowie rückläufige oder sich stabilisierende Materialkosten. Diese führten sie wiederum darauf zurück, dass zahlreiche Rohstoffpreise seit dem letzten Jahr gesunken sind, wodurch sich der unmittelbare Kostendruck verringert hat, dem die vorleistungsintensiven Wirtschaftszweige ausgesetzt sind.

**Das Lohnwachstum war den Unternehmen zufolge weiterhin kräftig, dürfte sich aber im kommenden Jahr leicht abschwächen.**

Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird es von rund 5,6 % im laufenden Jahr auf 4,9 % Jahr 2024 sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der Mittelpunkte der quantitativen Angaben). Diese Werte entsprechen weitgehend den in der letzten Umfrage vor drei Monaten geäußerten durchschnittlichen Erwartungen. Im kommenden Jahr wird der verzögerte Effekt der vergangenen (mehrjährigen) Tarifabschlüsse wohl noch deutlichen Aufwärtsdruck auf die Löhne ausüben. Manche Unternehmen rechnen jedoch damit, dass die nachlassende Inflation und die schwachen Nachfrageaussichten die Lohnforderungen möglicherweise dämpfen oder die Unternehmen besser in die Lage versetzen werden, ihnen standzuhalten.

**Die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen seit dem letzten Sommer hat sich in der Industrie wesentlich stärker ausgewirkt als im**

**Dienstleistungssektor** (siehe Abbildung C, Grafik a). In der aktuellen Dialogrunde wurden die Unternehmen gefragt, a) wie sich die Veränderungen der Finanzierungskosten und der Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln, die seit Mitte 2022 zu beobachten waren, in den letzten zwölf Monaten auf ihre Geschäftstätigkeit ausgewirkt haben, b) ob diese Veränderungen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich einen größeren oder geringeren Einfluss auf ihre Geschäftstätigkeit haben werden und c) welche Faktoren dieser Einschätzung zugrunde liegen. Fast genau die Hälfte der befragten Firmen – überwiegend aus dem Dienstleistungssektor – gab an, dass ihre Geschäftstätigkeit nicht durch die veränderten Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt worden sei. Die andere Hälfte – überwiegend aus der Industrie – vermeldete indes einen negativen Effekt. Die Unternehmen, die keine Beeinträchtigung ihrer Geschäftstätigkeit durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen meldeten, nannten als Gründe hierfür eine solide Liquiditätsposition, einen geringen Außenfinanzierungsbedarf, ein nur langsames Durchwirken der Marktzinsen auf die durchschnittlichen Fremdfinanzierungskosten sowie die anhaltende Bereitschaft der Banken, Kredite zu

angemessenen Zinsen auszureichen. Zwei Drittel der Ansprechpersonen aus der Industrie gaben an, dass sich die verschärften Finanzierungsbedingungen negativ auf ihre Geschäfte ausgewirkt hätten: entweder direkt über die Finanzierung oder indirekt durch eine gesunkene Nachfrage. Mehrere Unternehmen berichteten, dass Banken und institutionelle Anleger inzwischen verstärkt auf das Kreditrisiko achteten und dass die gestiegenen Kapitalkosten die erforderliche Investitionsrendite erhöhten. Vor allem im Baugewerbe und im Investitionsgütersektor sowie in den Branchen, die diese Sektoren beliefern, äußerten viele Unternehmen auch die Auffassung, dass die restriktiveren Finanzierungsbedingungen die Nachfrage der Kunden nach ihren Produkten dämpfen würden.

**Unter dem Strich dürften sich die restriktiveren Finanzierungsbedingungen in den nächsten zwölf Monaten deutlicher in der Geschäftstätigkeit niederschlagen** (siehe Abbildung C, Grafik b).

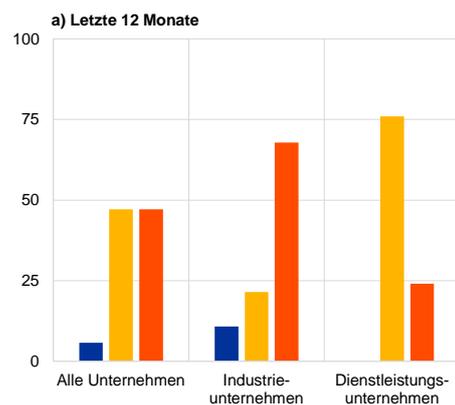
Die meisten Unternehmen gehen davon aus, dass sich die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den nächsten zwölf Monaten ähnlich stark auf die Geschäftstätigkeit auswirken wird wie in den vorangegangenen zwölf Monaten. Dazu zählt auch die Mehrzahl der befragten Unternehmen aus dem Dienstleistungsbereich, die tendenziell damit rechnen, dass die verschärften Finanzierungsbedingungen keinerlei Effekt haben werden. Von den Unternehmen, die von einer Veränderung ausgehen, erwarten 27 % eine stärkere Beeinträchtigung der Geschäftstätigkeit als bisher und nur 12 % eine geringere Beeinträchtigung. Einige der Ansprechpersonen gaben an, dass ihr Außenfinanzierungsbedarf aufgrund fällig werdender Schulden oder der Durchführung großer Investitionsprojekte gestiegen sei. Andere betonten, dass ihre Investitionsentscheidungen vor allem von der erwarteten künftigen Nachfrage abhängen. Dementsprechend gehen sie davon aus, dass sich ihre künftigen Investitionsausgaben angesichts der konjunkturbedingten Abwärtskorrekturen der Prognosen wahrscheinlich verringern werden (z. B. durch eine Ausdehnung der geplanten Investitionen über einen längeren Zeitraum). Die Entscheidungen der einzelnen Unternehmen hängen von deren jeweiligen Positionen im Investitionszyklus ab. Diesbezüglich haben die durch die Corona-Pandemie verursachten Störungen und die Anforderungen im Zusammenhang mit dem Übergang zu einer CO<sub>2</sub>-neutralen Wirtschaft zu einer erheblichen Heterogenität geführt. Die Investitionsentscheidungen werden von zahlreichen Faktoren beeinflusst. Aktuell jedoch fallen die Vorleistungskosten, Subventionen und die regulatorische Unsicherheit für viele Unternehmen mehr ins Gewicht als die Finanzierungsbedingungen.

### Abbildung C

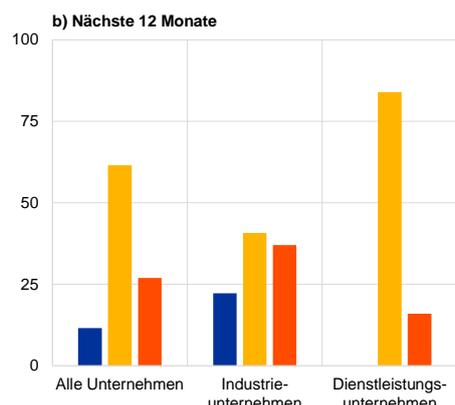
Überblick über die Einschätzungen zu den Auswirkungen der Veränderung der Finanzierungskosten und der Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln auf die Geschäftstätigkeit

(in % der Antworten)

- Positiver Effekt
- Kein Effekt
- Negativer Effekt



- Geringerer Effekt
- Ähnlicher Effekt
- Stärkerer Effekt



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Gesprächen mit 52 Ansprechpersonen, darunter 27 aus Industrieunternehmen und 25 aus Dienstleistungsunternehmen.

## Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten im Euroraum

Rodolfo Arioli, Elena Bobeica, Moreno Roma und Michel Soudan

**Die Mietpreise sind in der Regel kein bestimmender Faktor für die Entwicklung des HVPI im Euroraum; der durchschnittliche Inflationsbeitrag dieser Preise liegt seit 1999 bei 0,1 Prozentpunkten.** Seit Mitte 2022 ist die jährliche Wachstumsrate der tatsächlichen Mietpreise für Wohnraum im Euroraum jedoch deutlich gestiegen, wenn auch moderater als jene anderer Dienstleistungspreise. Die Frage, in welchem Maße sich Mieten auf die Inflation auswirken, wird größtenteils von der Entwicklung in den Vereinigten Staaten beeinflusst. Dort war der nach der Pandemie verzeichnete Inflationsschub zu einem wesentlichen Teil auf den Preisauftrieb bei Mieten zurückzuführen. Um zu beurteilen, inwieweit die Mietpreise im Euroraum eine vergleichbare Inflationswirkung entfalten können, müssen die mit der Messung verbundenen Herausforderungen sowie die verschiedenen methodischen und regulatorischen Besonderheiten im Zusammenhang mit dieser speziellen HVPI-Komponente berücksichtigt werden.

**Die Tatsache, dass das Mietpreiswachstum nur in begrenztem Maße zur Kerninflation im Eurogebiet beiträgt, ist sowohl auf dessen moderate Dynamik als auch das vergleichsweise geringe Gewicht zurückzuführen.** Im August 2023 betrug der tatsächliche Preisauftrieb bei den Mieten auf Jahressicht 2,8 %. Dies war der höchste Wert seit der Einführung des Euro und übertraf den langfristigen Durchschnitt des Zeitraums 2000-2019 um 1,2 Prozentpunkte. Der Beitrag der Mieten zur Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Eurogebiet (HVPIX) belief sich auf 0,24 Prozentpunkte und war damit nur 0,1 Prozentpunkte höher als sein langfristiger Durchschnitt (siehe Abbildung A, Grafik a). Dieser relativ niedrige Beitrag kontrastiert mit der Situation in den USA. Dort fiel der Beitrag der tatsächlichen Mieten zur Kerninflation nach dem Verbraucherpreisindex (VPI) im August 2023 mit 0,7 Prozentpunkten rund dreimal so hoch aus wie im Euroraum und lag etwa 0,5 Prozentpunkte über seinem Durchschnitt des Zeitraums 2000-2019. Verantwortlich für den großen Einfluss der Mieten auf die Kerninflation in den Vereinigten Staaten ist zum Teil das Auslaufen des staatlichen Räumungsmoratoriums. Diese Maßnahme wurde 2020 als Reaktion auf die Corona-Pandemie ergriffen und führte zu einem wesentlich geringeren Anstieg der US-Mieten. Nachdem das Moratorium Ende 2021 aufgehoben wurde, verteuerten sich die Mieten spürbar; die entsprechende Rate lag im März 2023 bei 8,8 %. Sie verringerte sich bis August nur leicht auf 7,8 % und blieb damit weiterhin deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von rund 3 %.

**Die Mieten für Neuverträge, die rascher auf die Gegebenheiten des Marktes reagieren dürften, steigen im Eurogebiet ebenfalls nur langsam an.** Zu den Mietpreisniveau bei Neuvermietungen im Euroraum liegen kaum Angaben vor. Aus Jahresdaten für Deutschland, die zur Veranschaulichung herangezogen werden (siehe Abbildung A, Grafik b), geht hervor, dass sich die Mietpreise bei Neuvermietungen vor allem in Aufschwungphasen am Wohnungsmarkt tatsächlich

dynamischer entwickeln als bei bestehenden Mietverhältnissen.<sup>1</sup> Verglichen mit dem US-Wohnungsmarkt scheinen die Mieten im Eurogebiet weniger stark auf die Marktentwicklung zu reagieren, was auch die Preise für Wohnimmobilien einschließt.<sup>2</sup> Die Preise für Neuvermietungen in den USA ändern sich deutlich stärker, entwickeln sich deutlich volatiler und vollziehen überdies die allgemeine Entwicklung am Wohnungsmarkt eng nach. Zurückzuführen ist dies auf die geringe Verbreitung von Mietenregulierung in den Vereinigten Staaten. Nur in einigen wenigen US-Bundesstaaten werden die Mieten reguliert, während derartige Maßnahmen im Euroraum wesentlich gängiger sind.

---

<sup>1</sup> Bisherige Schätzungen für Deutschland lassen darauf schließen, dass jedes Jahr etwa 10 % der privaten Haushalte umziehen. Dies würde bedeuten, dass alljährlich etwa 10 % der Mietpreise Neuvermietungen betreffen. Ein Anstieg der Nachfrage aufgrund eines Bevölkerungswachstums bleibt hierbei unberücksichtigt.

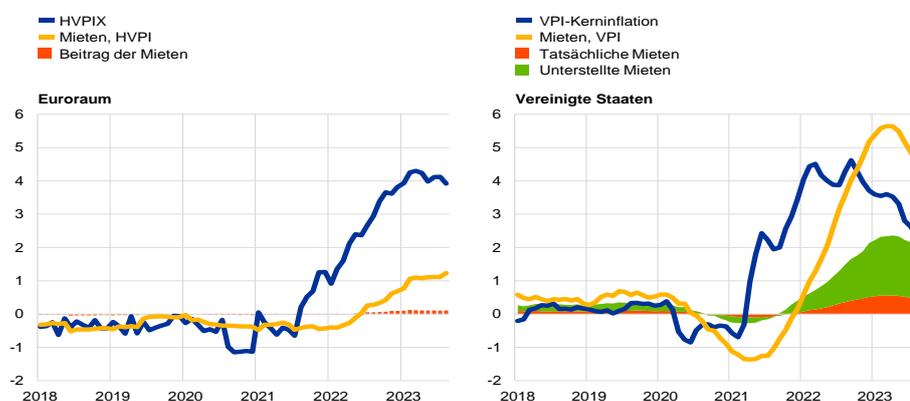
<sup>2</sup> Anhand der Angaben für den Euroraum lässt sich das theoretische langfristige Verhältnis zwischen Wohnimmobilienpreisen und Wohnungsmieten nur schwer beobachten. Siehe EZB, [Mietpreisentwicklung bei Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet seit der Krise](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2019, Juni 2019.

## Abbildung A

### Entwicklung der Mietpreise im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und in Deutschland

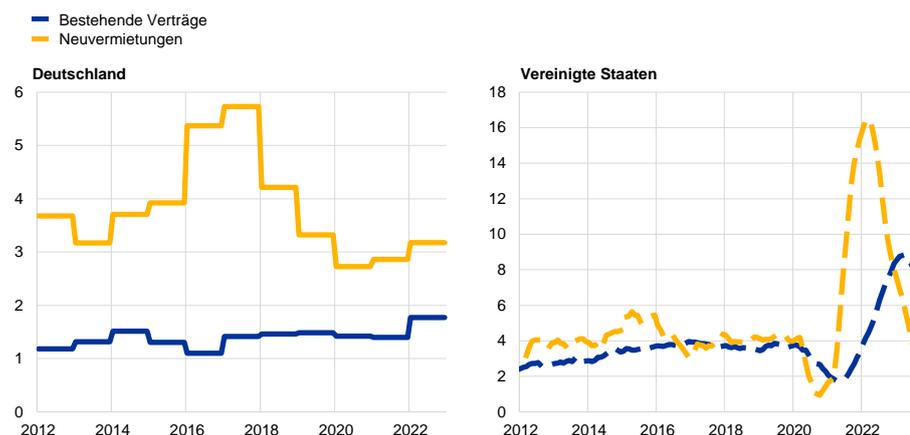
#### a) Inflation, Mieten und Inflationsbeiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten, jeweils bezogen auf den Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2019)



#### b) Mieten für bestehende und neue Verträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, Deutsche Bundesbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die jüngsten Angaben zum HVPI und VPI beziehen sich auf August 2023. Grafik b: Deutschland: Angaben zu bestehenden Verträgen anhand von Berechnungen der Deutschen Bundesbank auf der Basis von Daten des Statistischen Bundesamtes (Destatis). Bis zu einem gewissen Grad sind auch Neuvermietungen berücksichtigt. Für Deutschland handelt es sich bei Neuvermietungen um transaktionsgewichtete Berechnungen der Deutschen Bundesbank auf Basis von Daten der bulwiengesa AG. Die Angaben zu bestehenden Verträgen in den Vereinigten Staaten basieren auf dem (saisonbereinigten) monatlichen Zillow Observed Rent Index. Die Angaben beziehen sich auf 2022 (Deutschland) bzw. auf August 2023 (US-VPI und US-Mieten für bestehende Verträge).

**In den Vereinigten Staaten ist der größere Inflationsbeitrag der Mieten auch auf das höhere Gewicht dieser Komponente im VPI und die breiter gefasste Definition von „Wohnkosten“ zurückzuführen.** Auf die Mietpreise entfallen weniger als 6 % des gesamten HVPI des Euroraums. Deren Gewicht liegt damit nur geringfügig unter dem Wert von 7,5 % für die entsprechende Position im US-amerikanischen VPI.<sup>3,4</sup> In den Vereinigten Staaten umfasst die Komponente

<sup>3</sup> Das Gewicht der Mieten im HVPI unterscheidet sich von Land zu Land erheblich. Es rangiert von 9 % (Finnland) bis 0,7 % (Slowenien), was die unterschiedlichen Dimensionen der jeweiligen Wohnungsmärkte widerspiegelt.

<sup>4</sup> Die Messgröße der Mietpreise im US-amerikanischen Verbraucherpreisindex basiert auf Vertragsmieten und umfasst auch alle zusätzlichen Dienstleistungen, die der Vermieter im Rahmen des Mietvertrags zur Verfügung stellt (z. B. Versorgungsdienstleistungen). Im Euroraum beziehen sich die tatsächlichen Mieten im HVPI nur auf die reinen Mietzahlungen.

Wohnkosten insgesamt jedoch auch unterstellte Mieten für selbstgenutztes Wohneigentum sowie die Kosten für Übernachtungen außer Haus. Aus diesem Grund haben Wohnkosten einen Anteil von 35 % am VPI. Dieser Anteil ist ungefähr sechsmal so hoch wie jener der Mieten im Euroraum. Unter der unterstellten Miete ist die implizite Miete zu verstehen, die Eigennutzer von Wohneigentum zu zahlen hätten, wenn sie ihre jeweilige Wohnung mieten würden. Der HVPI-Warenkorb für das Eurogebiet enthält keine unterstellten Mieten, sondern nur die tatsächlichen Ausgaben für Wohnungsmieten. Erfasst werden daneben die Wohnnebenkosten, die sowohl von Mietern als auch von Eigentümern zu tragen sind. Der Anteil privaten Wohneigentums ist mit rund 65 % in beiden Wirtschaftsräumen ähnlich hoch.<sup>5</sup>

**Mietenregulierungen sind im Euroraum allgemein stärker verbreitet als in den Vereinigten Staaten, und ihre Verbreitung hat seit der Pandemie noch zugenommen** (siehe Abbildung B). Dadurch wird tendenziell die Reagibilität der Mietpreise auf zugrunde liegende Variablen wie Wohnimmobilienpreise, Bau-/Renovierungskosten und Inflation verringert. Überdies spielt auch die Vermietung von Sozialwohnungen in einigen Ländern eine große Rolle. Deren Mietpreis liegt üblicherweise unter der Marktmiete, und Änderungen der Sozialmieten sind häufig stark reglementiert. Betrachtet man die fünf größten Volkswirtschaften im Eurogebiet, so weisen die Niederlande den höchsten Anteil an Mietverträgen mit verbilligten Mieten auf (85 %).<sup>6</sup> Auch in Frankreich sieht ein großer Teil der Verträge reduzierte Mieten vor. Die verfügbaren Indizes zu Mietpreisbindungen liefern nur Daten bis zum Jahr 2019. Verschiedene Länder, darunter Frankreich und Spanien unter den größten Volkswirtschaften, haben kürzlich Maßnahmen eingeführt, um Mietpreissteigerungen in einem von hoher Inflation geprägten Umfeld zu deckeln (in Tabelle A, Spalte 4, sind die jeweiligen Merkmale der Wohnungsmärkte in den größten Volkswirtschaften des Euroraums aufgeführt).<sup>7</sup> Sobald derartige Maßnahmen auslaufen, können die Mieten steigen. Zusätzlich haben einige Länder im Jahr 2020 als Reaktion auf die Pandemie Unterstützungsmaßnahmen am privaten Mietwohnungsmarkt eingeführt. Diese erstrecken sich von Räumungsmoratorien bis zur Verlängerung von Mietverträgen.

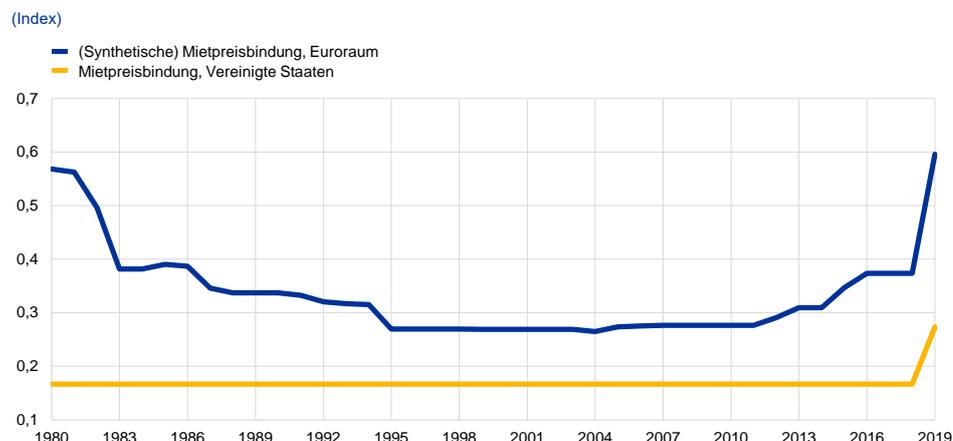
---

<sup>5</sup> Das Europäische Statistische System hat bislang noch keine Vereinbarung über eine zufriedenstellende Methodik getroffen, nach der die unterstellten Mieten für Eigentümer im HVPI berücksichtigt werden können. Siehe hierzu Eurostat, [Owner-occupied housing and the harmonised index of consumer prices](#), Statistisches Arbeitspapier, 2023. Würden die unterstellten Mieten zum HVPI hinzugefügt, zeigt eine vorläufige Schätzung zur Beurteilung des daraus erwachsenden Einflusses, dass der HVPI in der Zeit bis 2021 unter Berücksichtigung der unterstellten Mieten im Schnitt ähnlich hoch ausgefallen wäre wie die amtliche Gesamtinflation. Siehe hierzu Abbildung 8 in: EZB, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series, Nr. 265, 2021.

<sup>6</sup> Dieser Anteil hat seit 2021 aufgrund regulatorischer Änderungen deutlich zugenommen, während er in der Zeit von 2013 bis 2020 im Schnitt bei nur 2,2 % lag.

<sup>7</sup> Der Mietpreisbindungsindex fasst zusammen, inwieweit Beschränkungen bei der Festsetzung der ursprünglichen Miethöhe, bei Mietanpassungen und bei der Weitergabe von Kosten (z. B. für Renovierungen) an die Mieter bestehen.

## Abbildung B Mietpreisbindungsindex



Quellen: OECD-Fragebogen zu bezahlbarem Wohnraum und sozialem Wohnungsbau von 2019 (2019 OECD Questionnaire on Affordable and Social Housing), Rental Market Regulation Index (ReMaIn) und eigene Berechnungen.  
Anmerkung: Der Index reicht von 0 (keine Beschränkungen) bis 1. Ein höherer Indexwert deutet auf eine stärkere Mietpreisbindung hin.

**Im Zeitverlauf wird die Entwicklung der Mietpreise durch verschiedene methodische und regulatorische Aspekte beeinflusst, die sie weniger anfällig für die Marktkräfte macht als andere HVPI-Komponenten.** Erstens werden Mieten tendenziell weniger oft angepasst als andere Preise, und zwar in der Regel maximal einmal jährlich. Zweitens vergeht in der Regel eine gewisse Zeit, bis ein Mietvertrag erneuert wird, und die Erneuerung erfolgt aus einer vergangenheitsbezogenen Perspektive. Dies trägt dazu bei, dass sich Mietpreisanstiege besonders langsam vollziehen. Methodisch gesehen variiert die Frequenz, mit der in den einzelnen Ländern Mietdaten erhoben werden. Die Preise werden meist monatlich in einer Stichprobe zusammengestellt, aber in den Niederlanden erfolgt dies beispielsweise nur einmal jährlich (siehe Tabelle A). Darüber hinaus sind im Mietpreis Warenkorb wie oben erwähnt lediglich die Mieten für bestehende Verträge enthalten, die die Marktentwicklung in der Regel nur zeitverzögert nachvollziehen. Die Preise für temporäre Beherbergungen wären ein guter Indikator des Marktdrucks, aber diese Preise werden unter der HVPI-Komponente Beherbergungsdienstleistungen und nicht unter Mieten erfasst.

**Tabelle A**

**Merkmale des Mietmarkts in den größten Volkswirtschaften des Euroraums**

| Land | Datenquelle  | Häufigkeit der Preiserhebung  | Geltende Regulierungen im Zusammenhang mit „hohen Lebenshaltungskosten“ | Mietpreisbindungsindex <sup>1)</sup> | Anteil des mietreduziert oder mietfrei bereitgestellten Wohnraums am gesamten Mietmarkt <sup>2)</sup> |
|------|--|-------------------------------|---|--------------------------------------|---|
| DE   | Umfrage auf Grundlage der jüngsten Datenerhebung zu Wohnimmobilien   | Vierteljährlich <sup>3)</sup> | Keine Angabe  | 0,75                                 | 12,6  |
| FR   | Umfrage auf Grundlage der jüngsten Datenerhebung zu Wohnimmobilien (freier Markt) oder des Verzeichnisses von sozialem Wohnraum (soziales Wohnungswesen) | Vierteljährlich               | Mieterhöhungen bis März 2024 bei 3,5 % gedeckelt                        | 0,53                                 | 57,1  |
| IT   | Von der Beobachtungsstelle für den Immobilienmarkt der Steuerbehörde bereitgestellte Verwaltungsdaten  | Vierteljährlich <sup>4)</sup> | Nein  | Keine Angabe                         | 35,4  |
| ES   | Persönlich oder telefonisch durchgeführte Umfrage  | Monatlich                     | Mieterhöhungen bis Dezember 2023 bei 2 % gedeckelt                      | 0,57                                 | 35,4  |
| NL   | Vermieter  | Jährlich                      | Nein  | 0,47                                 | 86,4  |

Quellen: Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen.

1) Gemäß den Antworten auf den OECD-Fragebogen zu bezahlbarem Wohnraum und sozialem Wohnungsbau von 2019 (2019 OECD Questionnaire on Affordable and Social Housing) reicht der Mietpreisbindungsindex von 0 (keine Beschränkungen) bis 1 (alle Arten von Beschränkungen);

2) Bezieht sich auf Angaben aus der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) aus dem Jahr 2022.

3) In Deutschland werden die Daten zu den monatlichen Mieten vierteljährlich für die kommenden drei Monate erhoben.

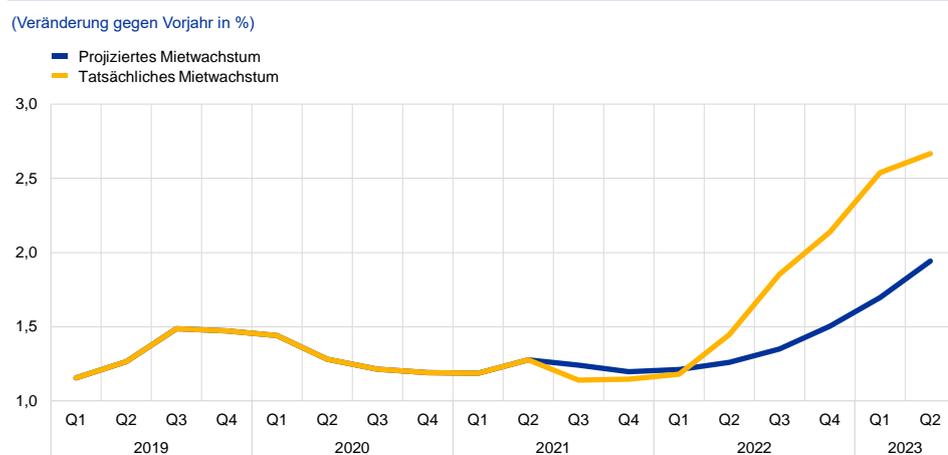
4) In Italien werden seit Anfang 2023 parallel zur vierteljährlichen Erhebung regulär auch monatliche Daten erhoben. Es ist geplant, in naher Zukunft auf die monatliche Datenerhebung umzustellen.

**Zwar sind die Mieten im Euroraum zum Teil inflationsindexiert, doch sind solche Klauseln – bezogen auf alle privaten Mietverträge und Länder – nicht weit verbreitet.** In Italien beispielsweise unterliegen nur bestimmte Vertragsarten einer Inflationsindexierung. In Belgien wird für die Indexierung bestehender Verträge ein vom nationalen VPI abgeleiteter Gesundheitsindex (ohne Tabakwaren, Alkohol und Kraftstoffe) herangezogen. Bei Mietverträgen für Immobilien mit geringer Energieeffizienz ist eine solche Indexierung jedoch nicht möglich. In Frankreich und Spanien gelten für Mieterhöhungen, die aus einer Inflationsindexierung resultieren, seit Kurzem Kappungsgrenzen von 3,5 % bzw. 2 %. In Deutschland sind die Mieten in der Regel an eine Vergleichsmiete für Wohnraum vergleichbarer Qualität in der jeweiligen Gemeinde gekoppelt. Diese Vergleichsmiete wird in regelmäßigen Abständen (üblicherweise alle vier bis sechs Jahre) ermittelt. Mietanpassungen erfolgen daher im Allgemeinen nur recht langsam. Allerdings werden auch in Deutschland zum Teil Mietindexierungen vereinbart. Dabei wird eine Mieterhöhung ausgelöst, wenn die Veränderung des Verbraucherpreisindex einen bestimmten Schwellenwert überschreitet. Der jüngste Inflationsanstieg dürfte dazu führen, dass dieser Schwellenwert bei einem höheren Anteil der Verträge erreicht wird.

**Die Mieten im Euroraum sind zuletzt etwas stärker gestiegen, als es ein Modell auf Basis historischer Regelmäßigkeiten impliziert.** Ein Einzelgleichungsmodell, das die starke Trägheit des Preisauftriebs bei den Mieten wie auch den Zusammenhang mit der zurückliegenden Inflation und den Deflator der Wohnungsbauinvestitionen berücksichtigt, hätte den Aufwärtstrend bei der Mietpreisentwicklung nach Ende 2021 erfasst, aber Tempo und Ausmaß des

Anstiegs unterschätzt (siehe Abbildung C).<sup>8</sup> Was die weitere Entwicklung betrifft, so gibt es zwei Herausforderungen bei der Prognose der Mieten im Euroraum: erstens der starke Anstieg der Inflation im späteren Verlauf des Schätzzeitraums und zweitens die Möglichkeit, dass die Länder des Euroraums die Weitergabe an die Mieten begrenzen, um die Finanzierbarkeit von Wohnraum zu gewährleisten. Die Mietenregulierung im weiteren Sinne geht bei Modellen in reduzierter Form wie dem hier betrachteten nicht in die Erklärungsvariablen ein. Solche Regulierungen könnten daher zu einer Überschätzung der künftigen Mietentwicklung führen.

**Abbildung C**  
Projiziertes und tatsächliches Mietwachstum im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Eine Beschreibung des Modells findet sich in Fußnote 8. Das Modell wird für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2021 geschätzt. Die Mietprojektionen beginnen im dritten Quartal 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023.

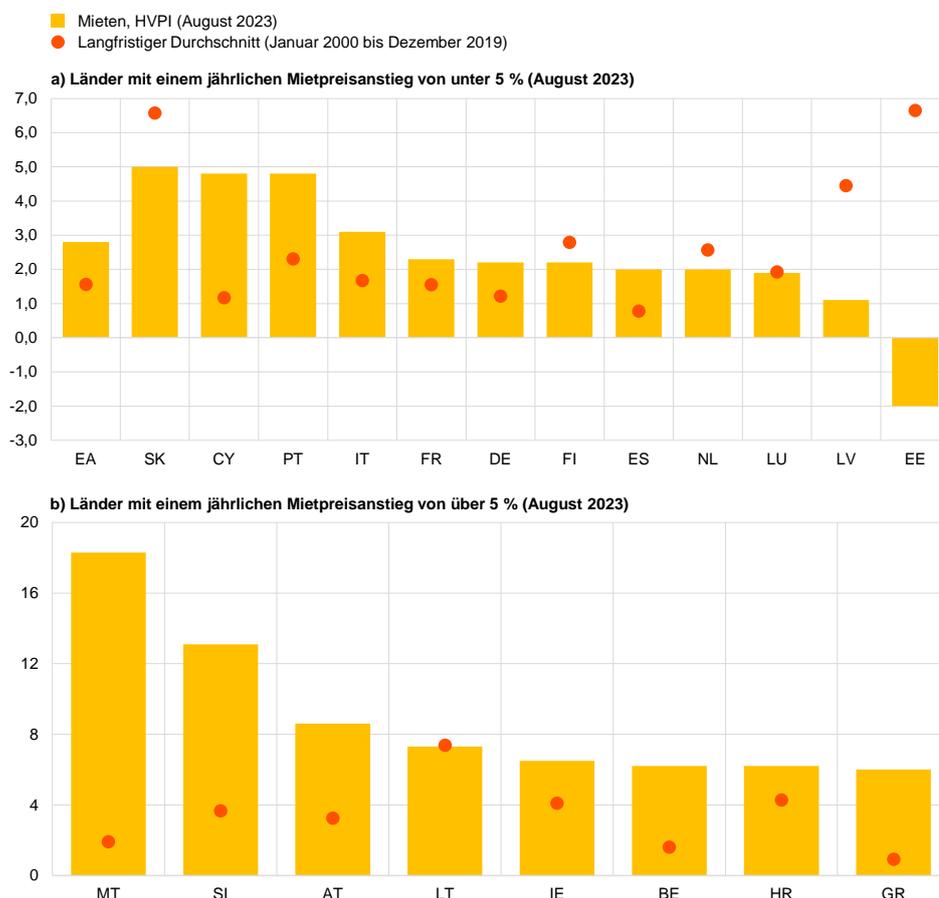
**Obwohl der Preisauftrieb bei den Mieten in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlich ausfällt, ist er in den meisten Ländern derzeit höher als vor einem Jahr und auch höher als der langfristige Durchschnitt** (siehe Abbildung D). Die große Heterogenität der Mietpreisdynamik lässt sich auf die länderspezifischen Besonderheiten der Wohnungsmärkte im Euroraum zurückführen. Im August 2023 reichten die jährlichen Änderungsraten von 18,3 % in Malta bis -2,0 % in Estland (siehe Abbildung D, Grafik b). Länderspezifische Besonderheiten gibt es unter anderem bei den nationalen Rechtsvorschriften, der statistischen Erfassung und Stichprobenerhebung, der Inflationsindexierung von Mietverträgen (siehe oben), der Größe und Tiefe des privaten Mietmarkts im Vergleich zum Anteil des mietreduziert oder mietfrei bereitgestellten Wohnraums und

<sup>8</sup> Eine Echtzeit-Prognoseevaluation deutet darauf hin, dass ein Einzelgleichungsmodell bei einem Zeithorizont von bis zu sechs Quartalen etwas bessere Ergebnisse liefert als eine Random-Walk-Prognose. Das Modell schneidet auch besser ab als ein bayesianisches vektorautoregressives Modell (BVAR), das zusätzliche Variablen im Zusammenhang mit dem Wohnungsmarkt einbezieht. Die ausgewählte Einzelgleichung umfasst die verzögerte Miete (Verzögerung von einem Quartal) und die Inflation sowie den Deflator der Wohnungsbauinvestitionen (Verzögerung von vier Quartalen). Bei Einbeziehung der Wohnimmobilienpreise verschlechtert sich die Prognosegüte der Modelle. Die gewählten Variablen werden in der Literatur zu Mietprojektionen häufig verwendet; siehe beispielsweise J. Muellbauer, [Real Estate Booms and Busts: Implications for Monetary and Macroprudential Policy in Europe](#), Beitrag beim ECB Forum on Central Banking, Anhang 2, EZB, Juni 2022.

der Größe des gesamten Mietmarkts, die sich in den einzelnen Euro-Ländern erheblich unterscheidet.

**Abbildung D**  
Entwicklung der Mieten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Durchschnittswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Im Fall Spaniens wird der langfristige Durchschnitt aufgrund methodischer Änderungen bei der Datenerhebung ab Januar 2016 berechnet. EA steht für Euroraum.

**Der Aufwärtsdruck auf die Mietpreisentwicklung dürfte anhalten, auch wenn er durch einige institutionelle Merkmale möglicherweise abgemildert wird.** Er ist derzeit besonders stark und bezieht sich sowohl auf das Angebot als auch auf die Nachfrage nach Wohnraum. Höhere Baukosten sowie gestiegene Kosten für die Instandhaltung und Reparatur von Wohnungen tragen real zu einer Verringerung der Rentabilität von Wohneigentum bei. Unterdessen begrenzen die verschärften Finanzierungsbedingungen das Wohnraumangebot.<sup>9</sup> In einigen Ländern wird der Druck dadurch verstärkt, dass Mietwohnungen zunehmend für kurzfristige Vermietungen an Touristen genutzt werden und es einen starken Zustrom an ausländischen Arbeitskräften gibt. Auf der Nachfrageseite haben vergangene

<sup>9</sup> Die Kosten für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Wohnungen sowie für Wohnungsreparaturen sind im August 2023 gegenüber dem Vorjahr um 6,8 % gestiegen, während sich die Kosten für größere Reparatur- und Instandhaltungsarbeiten für die Eigentümer im ersten Quartal 2023 um 9,9 % pro Jahr erhöht haben.

Preissteigerungen bei Wohnimmobilien in Verbindung mit steigenden Finanzierungskosten die Finanzierbarkeit verringert. Dies hat tendenziell zur Folge, dass Haushalte lieber mieten, als Wohneigentum zu erwerben. Trotz des Aufwärtsdrucks führt die erhebliche Trägheit der Mietpreise, die zum Teil auch institutionellen Gründen geschuldet ist, zu einer recht langsamen Anpassung der Mieten. Folglich dürfte das Risiko, dass von den Mietmärkten des Euroraums Druck auf die zugrunde liegende Inflation ausgeht, sehr gering sein. Allerdings stellt sich die Lage in den einzelnen Ländern unterschiedlich dar, was auf die erheblichen länderspezifischen Besonderheiten der jeweiligen Wohnimmobilien- und Mietmärkte zurückzuführen ist.

# Aufsatz

## 1 20 Jahre EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum – ein Rückblick

Petra Köhler-Ulbrich, Maria Dimou, Lorenzo Ferrante und Conor Parle

### 1 Einleitung

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum (Bank Lending Survey – BLS) liefert seit ihrer Einführung im Jahr 2003 frühzeitig wertvolle Hinweise für die Beurteilung der Kreditvergabebedingungen der Banken im Euroraum.** Es

handelt sich um eine der am längsten bestehenden Umfragen des Eurosystems. Sie wurde 2003 eingeführt, um einen besseren Einblick in die Kreditvergabebedingungen der Banken im Eurogebiet zu erhalten.<sup>1</sup> Die Kreditrichtlinien der Banken (d. h. die Kriterien für die Gewährung von Krediten), die Bedingungen für die Neukreditvergabe (d. h. die in den Kreditverträgen vereinbarten tatsächlichen Kreditbedingungen) und die Nachfrage nach Krediten variieren sowohl im Konjunkturverlauf als auch im Lauf des geldpolitischen Zyklus. Zeitweise können sie auch durch Finanzkrisen oder Notfallhilfen beeinflusst werden. In der vierteljährlichen Umfrage zum Kreditgeschäft berichten die Banken ausführlich über diese Entwicklungen. Anhand dessen lassen sich die maßgeblichen Einflussfaktoren der Kreditvergabebedingungen der Banken bestimmen und frühzeitig Hinweise auf die Dynamik der Bankkreditvergabe ableiten. Dies ist für die Beurteilung der Transmission der Geldpolitik von Bedeutung.

**Das öffentliche Interesse an der Umfrage hat im Zeitverlauf deutlich zugenommen.** In Zeiten von Finanzkrisen und hoher Unsicherheit war das Interesse an der Umfrage üblicherweise höher als in ruhigeren Phasen. Zudem hat sich das Interesse im Laufe der Zeit insgesamt deutlich erhöht. Seit dem Beginn der geldpolitischen Straffungsphase 2022 ist es besonders hoch. Möglicherweise kommt darin auch zum Ausdruck, wie wichtig weiche Informationen sind, um das angemessene Maß und die angemessene Dauer der geldpolitischen Straffungsphase zu bestimmen. EZB-Analysen zufolge wurde in der ersten Woche nach Veröffentlichung der Umfrageergebnisse für das erste Quartal 2023 ein neuer Rekord verzeichnet, als mehr als 5 000 Nutzerinnen und Nutzer die Website besuchten. Neben der Umfrage zum Kreditgeschäft, die sich auf die Perspektive der

---

<sup>1</sup> Am 15. Mai 2003 veröffentlichte die EZB die Ergebnisse ihrer ersten [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) (für das vierte Quartal 2002 und das erste Quartal 2003) sowie einen Aufsatz mit dem Titel „[Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#)“ im Monatsbericht vom April 2003. Vorbild war die vom Federal Reserve System in den Vereinigten Staaten durchgeführte Umfrage „[Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices](#)“. Im Laufe der Zeit ist die Zahl der Umfrageteilnehmer gestiegen, weil zusätzliche Länder dem Euroraum beitraten und weitere Banken in die Stichprobe aufgenommen wurden, um die Struktur des Bankensektors im Euroraum angemessen abzubilden.

Banken konzentriert, liefern auch andere EZB-Umfragen weiche Daten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum, die die Informationen aus dieser Umfrage ergänzen.<sup>2</sup>

**Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie sich die Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen und private Haushalte im Euroraum sowie deren Kreditnachfrage in den letzten 20 Jahren entwickelt haben und welche Vorlaufeigenschaften diese Indikatoren für das Kreditwachstum und die Wirtschaftstätigkeit haben.**<sup>3</sup> In Abschnitt 2 werden mit dem Zeitraum von 2003 bis 2007 die ersten Jahre der Umfrage beleuchtet. Abschnitt 3 befasst sich mit dem Zeitraum von 2008 bis 2014, als die globale Finanzkrise, die Staatsschuldenkrise und deren unmittelbare Folgen das Geschehen prägten. In Abschnitt 4 wird die Zeit der geldpolitischen Sondermaßnahmen bis 2019 analysiert. Abschnitt 5 enthält eine Bestandsaufnahme der Zeit während der Covid-19-Pandemie von 2020 bis 2021. In Abschnitt 6 wird die Phase der im Jahr 2022 eingeleiteten geldpolitischen Straffung untersucht, und Abschnitt 7 enthält abschließend eine Beurteilung der Bedeutung der Umfrage zum Kreditgeschäft aus Sicht der Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft.

## 2 Kreditangebot und -nachfrage in den ersten Umfragejahren: 2003-2007

**Vor Ausbruch der globalen Finanzkrise verzeichnete der Euroraum ein steigendes Wirtschaftswachstum, einen zunehmenden Inflationsdruck und zweistellige Zuwachsraten beim Kreditwachstum, worauf die Geldpolitik mit Zinserhöhungen reagierte.** Während die ersten Jahre des neuen Jahrtausends von einem schwächeren Wirtschaftswachstum und einer akkommodierenden Geldpolitik geprägt waren, kam es von Mitte 2004 bis 2006 zu einer wirtschaftlichen Erholung im Euroraum, gefolgt von einem anhaltend soliden Wachstum im Jahr 2007. Als Reaktion auf die zunehmenden Risiken, die im Zusammenhang mit der Belebung der Wirtschaft des Euroraums für die Preisstabilität entstanden, begann die EZB im Dezember 2005 ihren Leitzins anzuheben. Bis Juli 2008 erhöhte sie diesen schrittweise von 2,00 % auf 4,25 %.<sup>4</sup>

**Die lockeren Kreditvergabebedingungen der Banken trugen dazu bei, dass sich in der Zeit vor der globalen Finanzkrise Risiken aufbauten.** Während der Phase der geldpolitischen Straffung im Vorfeld der globalen Finanzkrise wurden die

---

<sup>2</sup> Siehe beispielsweise die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln](#), die sich mit der Sicht der Unternehmen befasst, und die [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#), die die Verbrauchersicht in den Blick nimmt.

<sup>3</sup> Eine ausführliche Erörterung der geldpolitischen Phasen der EZB findet sich in: M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem und J. Yiangou, *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021. Siehe auch P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, [The euro area bank lending survey](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 179, 2016; EZB, [Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

<sup>4</sup> Mindestbietungssatz beim Zinstenderverfahren für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB.

Richtlinien für Kredite an Unternehmen im Euroraum und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte über weite Strecken per saldo gelockert oder kaum verändert (siehe Abbildung 1, Grafik a). Dies steht in gewissem Widerspruch zu dem, was in Anbetracht der Transmissionskanäle der Geldpolitik als Reaktion auf steigende Refinanzierungskosten der Banken (Zinskanal) und wachsende Kreditrisiken der Kreditnehmer (Bilanzkanal) zu erwarten gewesen wäre.<sup>5</sup> Vom dritten Quartal 2004 bis zum zweiten Quartal 2007 waren die Nettoanteile der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Kredite an Unternehmen meldeten, zumeist negativ, was unter dem Strich eine Lockerung der Kreditvergabepolitik der Banken impliziert. Die Umfrage verdeutlichte, dass die Banken den Kreditrisiken in diesem Zeitraum wenig Bedeutung beimaßen: Die Risikoeinschätzung hatte nur einen geringfügig verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien, während der Wettbewerb eine deutliche Lockerung bewirkte (siehe Abbildung 2, Grafik a).<sup>6</sup> Die Nachfrage nach Krediten erhöhte sich in diesem Zeitraum indessen weiter (siehe Abbildung 1, Grafik b). Dies steht im Einklang mit der üblicherweise verzögerten Reaktion der Kreditvergabe auf steigende Zinsen in Zeiten wachsender Anlageinvestitionen, robuster Fusions- und Übernahmeaktivitäten, günstiger Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und eines hohen Verbrauchervertrauens. Die Wachstumsraten der Unternehmenskredite und der Wohnungsbaukredite an private Haushalte waren zweistellig und erreichten im April 2008 mit 15 % bzw. im März 2006 mit 12,2 % jeweils ihren Höchststand (siehe Abbildung 1, Grafik c). Insgesamt signalisierten die Angaben der Banken zur Entwicklung des Kreditangebots und der Kreditnachfrage ganz klar, dass sich in diesem Zeitraum im Bankensektor des Euroraums und allgemein in der Wirtschaft des Eurogebiets Risiken für die Finanzstabilität aufbauten.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Siehe A. Maddaloni und J.-L. Peydró, [Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U. S. Lending Standards](#), *The Review of Financial Studies*, Bd. 24, Nr. 6, 2011, S. 2121-2165. Siehe auch P. R. Lane, [The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#), Podiumsbeitrag zu Bankensolvvenz und Geldpolitik, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, Cambridge, Massachusetts, 12. Juli 2023. Siehe auch Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des EZB, [Housing finance in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 101, 2009; Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des EZB, [Corporate finance and economic activity in the euro area](#), Structural Issues Report 2013, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 151, 2013.

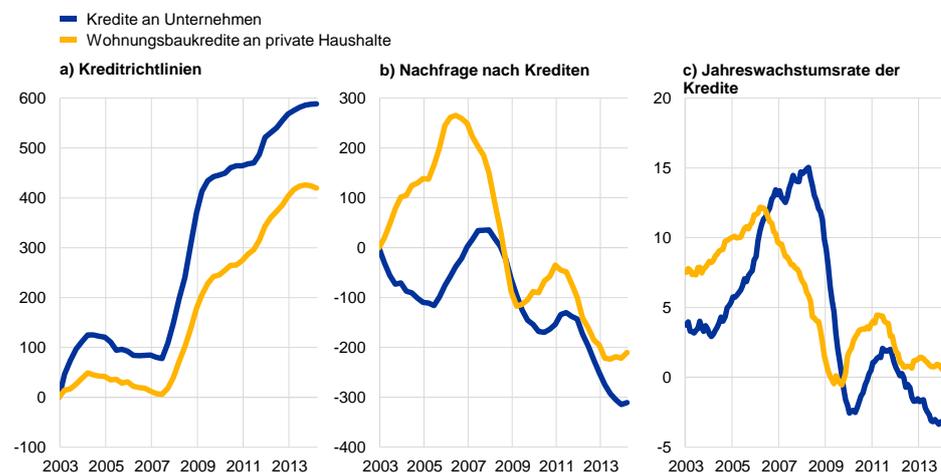
<sup>6</sup> Mittels einer Kumulierung der Vergaberichtlinien lässt sich näherungsweise das Niveau der Kreditrichtlinien im Zeitverlauf ermitteln. Allerdings neigen die Banken dazu, häufiger Verschärfungen als Lockerungen der Kreditrichtlinien zu melden, was die Bestimmung des Niveaus der Kreditrichtlinien einschränkt.

<sup>7</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Financial Stability Review](#), Juni 2008.

## Abbildung 1

Kreditrichtlinien der Banken, Nachfrage nach Krediten und Vergabe von Krediten an Unternehmen und Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Zeitraum 2003-2014

(Grafik a und b: kumulierte Nettoanteile der Banken; Grafik c: Jahreswachstumsrate)



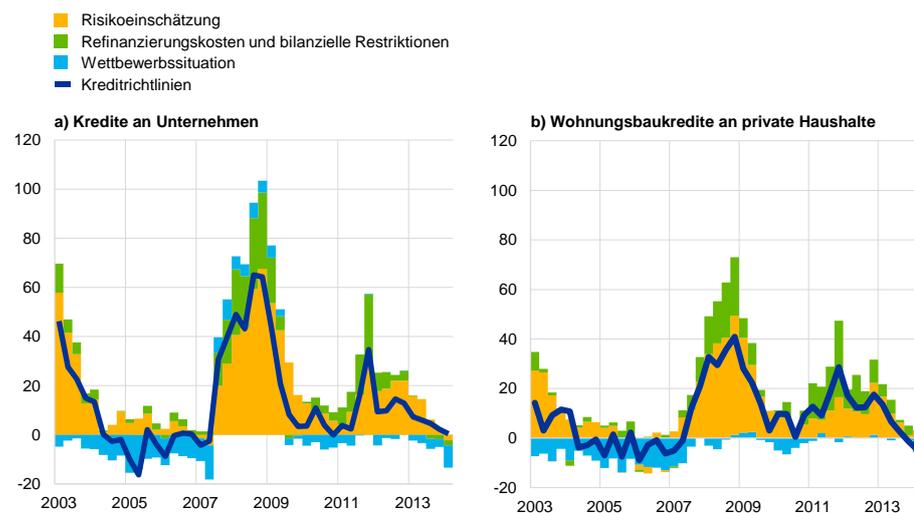
Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft und MFI-Bilanzstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ angaben. Die Werte sind ab dem ersten Quartal 2003 kumuliert (Basisperiode = Q4 2002). Bei den Kreditrichtlinien wird die Kumulierung dadurch beeinträchtigt, dass der historische Durchschnittswert der Zeitreihe über null liegt (9 % bei den Krediten an Unternehmen und 7 % bei den Wohnungsbaukrediten). Die Monatsdaten zu den Krediten an Unternehmen sind saison- und arbeitstäglich bereinigt. Ab 2004 sind sie zusätzlich um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die Monatsdaten zu den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte sind ab 2004 saison- und arbeitstäglich bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2014.

## Abbildung 2

Relevanz der Einflussfaktoren für die Kreditrichtlinien im Zeitraum 2003-2014

(Nettoanteil der Banken)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung 1. Der Nettoanteil bei der Aufschlüsselung nach den Einflussfaktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien geführt hat, und dem Anteil der Banken, bei denen der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2014.

### 3 Risikoeinschätzung und finanzielle Friktionen: 2008-2014

**Die Banken reagierten auf die globale Finanzkrise mit einer abrupten Änderung der Risikoeinschätzung, wodurch sich die Verschärfung der Kreditrichtlinien sprunghaft verstärkte.** Nachdem es bereits im Sommer 2007 erste Hinweise auf ein mögliches Ende des Booms am Wohnimmobilienmarkt gegeben hatte, eskalierte die Subprime-Krise in den Vereinigten Staaten im September 2008 mit der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers und griff in erheblichem Maße auf den Euroraum über. Obwohl die EZB wie auch andere Zentralbanken die Leitzinsen senkte und Liquiditätshilfen gewährte, führte die Krise zu beispiellos massiven Verschärfungen der Kreditrichtlinien der Banken (siehe Abbildung 2).<sup>8</sup> Vom dritten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2009 meldeten unter dem Strich sehr viele Banken eine Verschärfung der Vergaberichtlinien für Kredite an Unternehmen und für Wohnungsbaukredite. Der Höchststand wurde bei den Unternehmenskrediten mit einem Nettoanteil von 65 % im dritten Quartal 2008 verzeichnet und bei den Wohnungsbaukrediten mit 41 % im vierten Quartal 2008. Wie in späteren Krisenphasen lieferte die Umfrage zum Kreditgeschäft frühzeitig wertvolle Hinweise zur Größe des über den Bankkreditkanal wirkenden Schocks auf die Wirtschaft des Euroraums und trug mit ihren Vorlaufeigenschaften zur Vorhersage des Kreditwachstums bei.<sup>9</sup> Nachdem die Banken im dritten Quartal 2007 begonnen hatten, die Kreditrichtlinien zu verschärfen, und zugleich die Nachfrage nach Unternehmenskrediten stagnierte, ging das Wachstum der Unternehmenskredite drastisch zurück (siehe Abbildung 1, Grafik c). Ihr vierteljährliches Wachstum kam im ersten Quartal 2009 zum Erliegen und wurde anschließend negativ. Bei den Wohnungsbaukrediten schwächte sich das Wachstum schon früher ab, nämlich bereits im Jahr 2007. Die restriktivere Gestaltung der Kreditrichtlinien im Herbst 2008 war sowohl bei den Unternehmenskrediten als auch bei den Wohnungsbaukrediten weitgehend auf eine verschlechterte Risikoeinschätzung zurückzuführen – dies ist üblicherweise in Verschärfungsphasen, die mit den Wirtschaftsaussichten und der Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer zusammenhängen, auf aggregierter Ebene der wichtigste Bestimmungsfaktor der Kreditrichtlinien.<sup>10</sup>

**Während der globalen Finanzkrise lieferte die Umfrage auch Hinweise auf bilanzielle Restriktionen und einen erschwerten Zugang zur Refinanzierung, die das Kreditangebot begrenzten.** Den Banken zufolge wirkten sich neben einer verschlechterten Risikoeinschätzung auch ihre Refinanzierungskosten und ihre

<sup>8</sup> Die EZB senkte den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte von Oktober 2008 bis Mai 2009 um 325 Basispunkte und stellte in dieser Zeit auf ein Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung um.

<sup>9</sup> Eine Verschärfung der Kreditrichtlinien in einem bestimmten Quartal führt tendenziell dazu, dass sich das Wachstum der Unternehmenskredite etwa fünf bis sechs Quartale später abschwächt. Bei den Wohnungsbaukrediten verlangsamt sich das Wachstum etwa zwei Quartale später. Mit Blick auf die Kreditnachfrage beträgt die zeitliche Verzögerung bei den Unternehmenskrediten tendenziell etwa drei Quartale und bei den Wohnungsbaukrediten drei bis vier Quartale. Die aus der Umfrage gewonnenen Indikatoren weisen mit dem Wachstum der Nettovergabe von Wohnungsbaukrediten einen schwächeren Gleichlauf auf als mit dem der Unternehmenskredite. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass rund zehn Jahre nach dem Wohnimmobilienboom, der die Phase vor der globalen Finanzkrise gekennzeichnet hatte, viele Wohnungsbaukredite zur Tilgung anstanden. Diese Tilgungszahlungen dämpften das Nettowachstum der Wohnungsbaukredite. Siehe auch EZB, [Informationsgehalt der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für die zukünftige Kreditentwicklung](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2022, Januar 2023.

<sup>10</sup> Siehe P. Köhler-Ulbrich et al., a. a. O.

Bilanzposition deutlich verschärfend auf ihre Kreditrichtlinien aus (siehe Abbildung 2). Darin kommt zum Ausdruck, dass das Umfeld von erheblichen Finanzmarktspannungen geprägt war. Dies ließ auf gravierende Probleme bei der bankbasierten Transmission der Geldpolitik auf die Kreditvergabebedingungen schließen. Die schwierige Lage im Bankensektor spiegelte sich auch darin wider, dass die Geldmärkte zum Erliegen kamen und die Spreads von Bankanleihen deutlich anstiegen, was den Zugang zur marktbasierter Finanzierung insgesamt erschwerte. Als Reaktion auf die besorgniserregende Entwicklung der Transmission der Geldpolitik über den Bankenkanal wurde eine der ersten Zusatzfragen in die Umfrage aufgenommen. Gegenstand war der Zugang der Banken zur Finanzierung. Dazu gaben die Banken des Euroraums an, die Finanzmarkturbulenzen hätten ihren Zugang zur Finanzierung über den unbesicherten Interbanken-Geldmarkt und über Schuldverschreibungen insbesondere vom dritten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2009 erschwert (siehe Abbildung 3, Grafik a). Darin kam die hohe Unsicherheit der Marktteilnehmer und der Banken über den tatsächlichen Zustand des Bankensystems zum Ausdruck. Die Umfrage zum Kreditgeschäft erwies sich als hilfreich, um frühzeitig Erkenntnisse darüber zu gewinnen, wie stark sich die Finanzmarktspannungen und die globale Finanzkrise auf das Eigenkapital der Banken, die Kreditmargen (definiert als Aufschlag auf den relevanten Referenzmarktzinssatz) und die Kreditvergabe auswirkten. Außerdem gab sie Aufschluss darüber, inwieweit sich die Ankündigungen einiger Regierungen, die Banken bei der Rekapitalisierung zu unterstützen und Staatsgarantien einzuführen, sowie die Rekapitalisierungs- und Bilanzbereinigungsmaßnahmen der Banken in der Dekade nach der Krise positiv auf den Zugang der Banken zu großvolumiger Finanzierung auswirkten (siehe Abschnitt 4).<sup>11</sup>

---

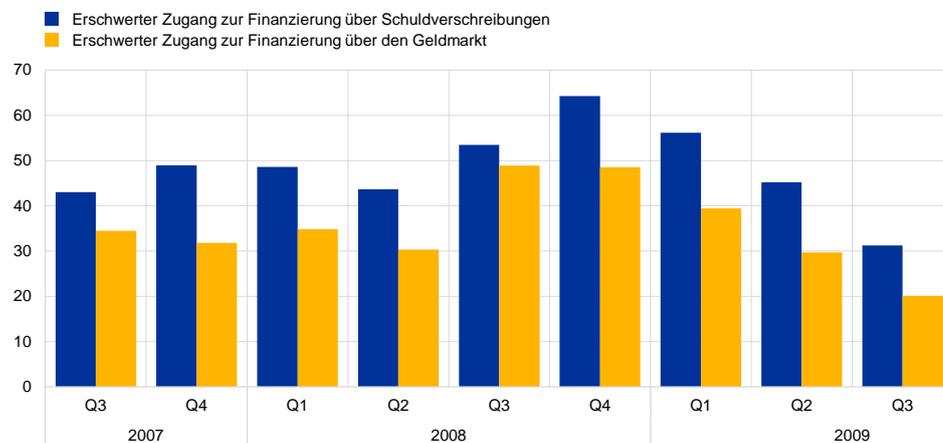
<sup>11</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – October 2008](#), 7. November 2008, sowie EZB, [The euro area bank lending survey – January 2009](#), 6. Februar 2009.

### Abbildung 3

#### Finanzielle Friktionen und Zugang der Banken zur Finanzierung

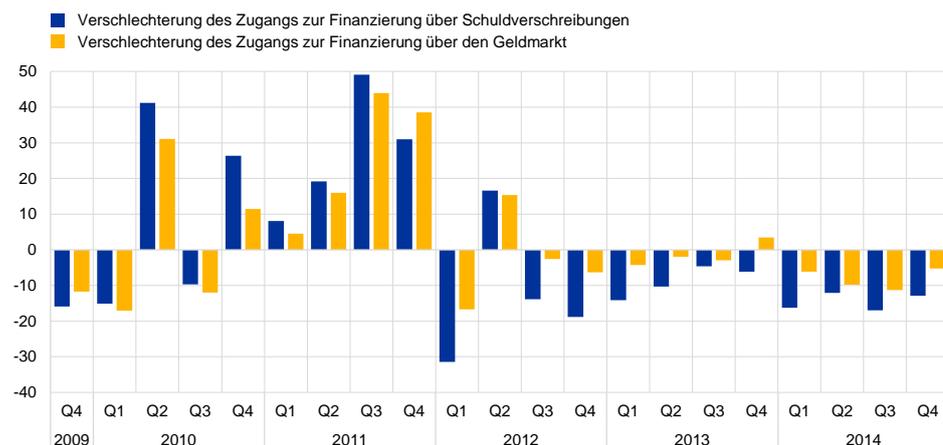
##### a) Zugang zur Finanzierung

(Nettoanteil der Banken)



##### b) Verschlechterung des Zugangs zur Finanzierung

(Nettoanteil der Banken)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).  
 Anmerkung: Die Angaben zum Zugang zur Finanzierung in Grafik a beruhen auf folgender in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom dritten Quartal 2007 bis zum dritten Quartal 2009 enthaltenen Zusatzfrage: „Hat sich die großvolumige Finanzierung Ihrer Bank über Ihre üblichen Finanzmarktquellen infolge der Lage an den Finanzmärkten schwieriger gestaltet?“ Die Angaben zur in Grafik b ausgewiesenen Verschlechterung des Zugangs zur Finanzierung ab dem vierten Quartal 2009 beruhen auf einer aktualisierten Version der Frage, in der danach gefragt wurde, ob sich der Zugang zur Finanzierung geändert (also verschlechtert oder verbessert) hat. „Finanzierung über den Geldmarkt“ bezieht sich auf die Finanzierung über den unbesicherten Interbanken-Geldmarkt. Die jüngsten Angaben in Grafik b beziehen sich auf das vierte Quartal 2014.

#### Von 2009 bis 2011 lieferte die Umfrage zusätzliche Belege dafür, dass die Erholung in den Ländern des Euroraums uneinheitlich verlief. Diese Heterogenität nahm während der Staatsschuldenkrise weiter zu.

Während die Wirtschaft des Euroraums 2010 und Anfang 2011 Anzeichen einer Erholung aufwies und auch das Kreditwachstum im Euroraum insgesamt kurzzeitig moderat anstieg, deuteten die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft auf eine uneinheitliche Erholung in den Euro-Ländern hin. In Deutschland und Frankreich wurden die Richtlinien und Margen für durchschnittliche Kredite an Unternehmen vom dritten Quartal 2009 bis zum zweiten Quartal 2011 im Schnitt gelockert. In Italien und Spanien wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite indes weiter verschärft und die Margen für durchschnittliche und risikoreichere Kredite an Unternehmen zumeist

ausgeweitet, als sich erste Hinweise auf eine drohende Staatschuldenkrise abzeichneten und sich anschließend verstärkten. Die Streuung der Kreditzinsen für Unternehmen in den verschiedenen Ländern des Euroraums bestätigte die große Heterogenität der Kreditvergabebedingungen in dieser Zeit.<sup>12</sup> Bei den Wohnungsbaukrediten verringerte sich der Grad der Verschärfung der Kreditrichtlinien per saldo in allen vier genannten Euro-Ländern. Die Margen für durchschnittliche und risikoreichere Wohnungsbaukredite wurden jedoch in Italien und Spanien weiter ausgeweitet. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten blieb zudem verhalten, vor allem in Spanien, nachdem die Wohnimmobilien- und Hypothekenkreditblase geplatzt war, die sich vor der globalen Finanzkrise aufgebaut hatte.

**Die erheblichen Unterschiede zwischen den Staatsanleiherenditen der verschiedenen Länder des Euroraums wirkten sich auch auf den Zugang der Banken zur Finanzierung und die Kreditvergabebedingungen aus.**

Die Ausweitung der Staatsanleiherespreads während der Staatsschuldenkrise führte bei den Banken zu größeren Schwierigkeiten, sich Liquidität am Markt für großvolumige Finanzierung zu beschaffen. Dadurch kam es schließlich zu einer unterschiedlichen Entwicklung der Kreditvergabebedingungen in den einzelnen Ländern. Von 2011 bis 2012 meldeten die Banken des Euroraums in allen Marktsegmenten per saldo eine Verschlechterung ihres Zugangs zur Finanzierung, wobei die Spannungen an den Staatsanleihemärkten als Hauptursache identifiziert wurden (siehe Abbildung 3, Grafik b und Abbildung 4). Dies deckt sich mit der Beobachtung, dass die geldpolitischen Maßnahmen, die in der Anfangsphase der Staatsschuldenkrise ergriffen wurden – wie etwa die Durchführung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung und die beiden 2011 und 2012 durchgeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit –, zwar dazu beitrugen, die Auswirkungen der Krise auf das Kreditwachstum zu dämpfen, aber nicht verhindern konnten, dass die Kreditvergabe Ende 2011 und in der ersten Jahreshälfte 2012 zurückging.<sup>13</sup> Erst mit der Zusage des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi vom 26. Juli 2012, alles Notwendige zu tun („whatever it takes“), und der Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte (OMT) am 2. August 2012 wurden die grundlegenden Ursachen der Fragmentierung der Kreditvergabebedingungen wirksam angegangen (siehe Abbildung 4).

---

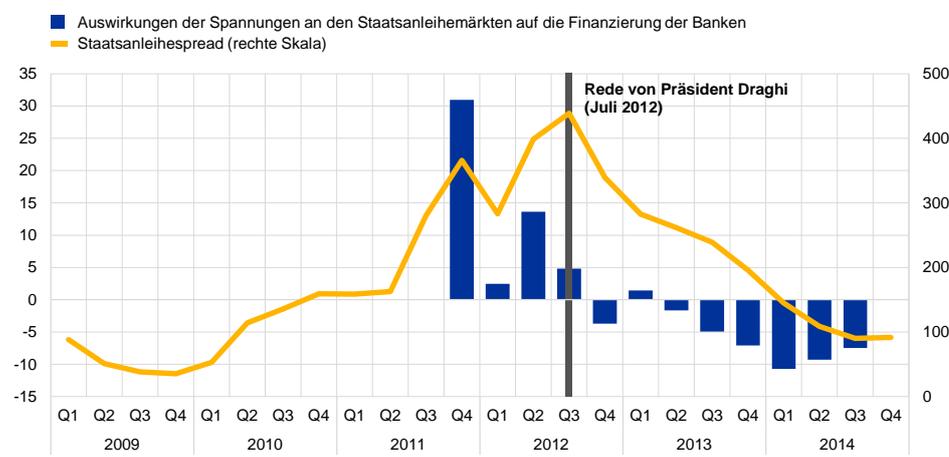
<sup>12</sup> Siehe auch C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, [Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 110, 2020, S. 81-98.

<sup>13</sup> Siehe M. Ciccarelli, A. Maddaloni und J.-L. Peydró, [Heterogeneous transmission mechanism – monetary policy and financial fragility in the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1527, 2013. Eine Erörterung der Auswirkungen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit auf das Kreditangebot findet sich in: M. Darracq-Pariès und R. De Santis, [A non-standard monetary policy shock: the ECB's 3-Year LTROs and the shift in credit supply](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1508, 2013.

#### Abbildung 4

### Auswirkungen der Spannungen an den Staatsanleihemärkten auf die Finanzierung der Banken

(linke Skala: Nettoanteil der Banken; rechte Skala: in Basispunkten p. a.)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft), Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Beim Staatsanleihspreid handelt es sich um die Differenz zwischen der Durchschnittsrendite fünfjähriger Staatsanleihen Italiens und Spaniens und jener fünfjähriger Staatsanleihen Deutschlands und Frankreichs (auf Quartalsbasis). Der aggregierte Nettoanteil beruht auf der Zusatzfrage in der Umfrage zum Kreditgeschäft, in der danach gefragt wird, inwieweit sich spezifische Faktoren (z. B. direkte Engagements in Staatsschuldtiteln und der Wert der Staatsstitel, die als Sicherheit für großvolumige Refinanzierung zur Verfügung stehen) vor dem Hintergrund der Spannungen an den europäischen Staatsanleihemärkten auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken auswirken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2014 (Auswirkungen der Spannungen an den Staatsanleihemärkten auf die Finanzierung der Banken) bzw. das vierte Quartal 2014 (Staatsanleihspreid).

## 4 Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen und der Aufsichtsanforderungen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken: 2014-2019

In der Umfrage zum Kreditgeschäft kam zeitnah zum Ausdruck, **welch große Bedeutung die zusätzlichen geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB für eine Stärkung der bankbasierten Transmission hatten.**<sup>14</sup> Als Reaktion auf die anhaltend schwachen Inflationsaussichten erweiterte die EZB Anfang 2014 ihr geldpolitisches Instrumentarium, um ihren geldpolitischen Kurs zu lockern und die Transmission der akkommodierenden Geldpolitik zu verbessern. Im Zuge dessen führte sie im Juni 2014 eine Negativzinspolitik ein, bot drei Serien gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) an und beschloss den Erwerb von Wertpapieren im Rahmen ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) ab Oktober 2014.<sup>15</sup> Die Antworten der Banken in der Umfrage dokumentierten, wie sich jede der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf das Kreditangebot auswirkte. So meldeten die Banken einen deutlichen Anstieg des Kreditvolumens im Zusammenhang mit den GLRGs, die dazu beitrugen, die

<sup>14</sup> Eine eingehende Darstellung der Ereignisse und Gründe für die Einführung der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB findet sich in: M. Rostagno et al., a. a. O. Die Sondermaßnahmen werden ferner auf der Website der EZB erläutert, insbesondere das [Programm zum Ankauf von Vermögenswerten](#) und die [GLRGs](#).

<sup>15</sup> Die erste Serie GLRGs wurde am 5. Juni 2014, die zweite Serie (GLRG II) am 10. März 2016 und die dritte Serie (GLRG III) am 7. März 2019 angekündigt.

Refinanzierungskosten der Banken weiter zu senken.<sup>16</sup> Auch der negative Einlagesatz und das APP wirkten sich begünstigend auf das Kreditangebot aus (siehe Abbildung 5).<sup>17</sup> Dies belegt, dass die getroffenen Maßnahmen geeignet waren, die Kreditvergabe anzuregen, und dazu beitrugen, den lockeren geldpolitischen Kurs auch über den Bankenkanal zu übertragen. Das APP trug zudem dazu bei, dass sich die Liquiditätsposition der Banken (siehe Abbildung 5) über steigende Kundeneinlagen und den Verkauf marktfähiger Vermögenswerte verbesserte, was den akkommodierenden Kurs der EZB weiter stützte. Parallel dazu gingen die Staatsanleihebestände der Banken zurück. Dies zeigte, dass die Kreditschöpfung dank des APP vergleichsweise attraktiver wurde.<sup>18</sup> Im Einklang mit ihren Antworten zum Kreditangebot sah ein erheblicher Anteil der Banken per saldo einen Zusammenhang zwischen den Sondermaßnahmen und der Verengung der Kreditmargen sowie der Lockerung der Kreditrichtlinien (siehe Abbildung 5).<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> Zur Stärkung der Kreditvergabebedingungen durch die GLRGs siehe EZB, [Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken](#), Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021. Siehe auch C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha und L. Burlon, [The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions](#), European Economic Review, Bd. 156, 2023; D. C. Andreeva und M. García-Posada, [The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition](#), Journal of Banking and Finance, Bd. 122, 2021.

<sup>17</sup> Siehe EZB, [Transmission der Geldpolitik in Zeiten von Negativzinsen](#), Wirtschaftsbericht 3/2020, Mai 2020, zu den Auswirkungen der Negativzinspolitik laut Umfrage zum Kreditgeschäft. Der Einfluss des APP wird erörtert in: C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton und S. Ongena, [Credit Supply and Demand in Unconventional Times](#), Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 53, Nr. 8, 2021, S. 2071-2098 sowie in: U. Albertazzi, B. Becker und M. Boucinha, [Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset purchase programs: Evidence from the euro area](#), Journal of Financial Intermediation, Bd. 48, 2021.

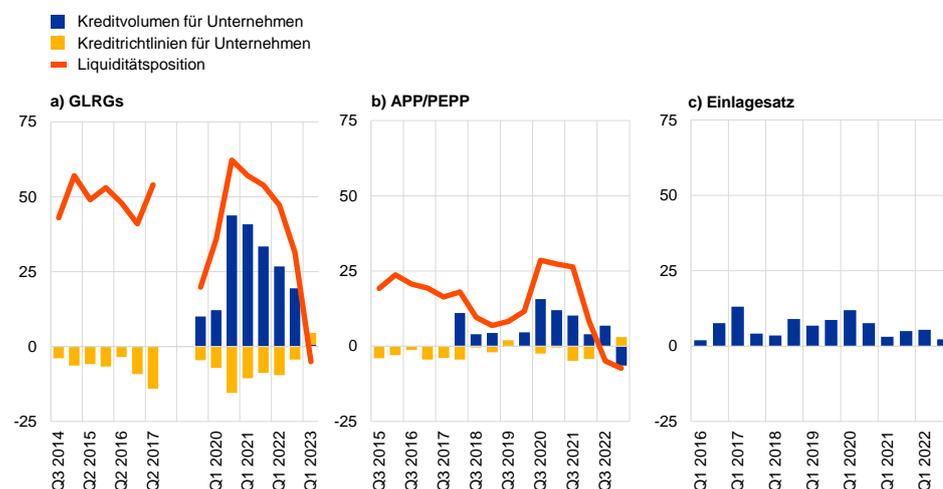
<sup>18</sup> Angaben zu den Antworten der Banken auf die Frage, wie sich ihre Staatsanleihebestände im Zusammenhang mit dem APP entwickelt haben, finden sich beispielsweise in den Berichten über die Umfrage zum Kreditgeschäft für das [erste Quartal 2016](#), das [dritte Quartal 2016](#), das [erste Quartal 2017](#) und das [dritte Quartal 2017](#) auf der Website der EZB.

<sup>19</sup> Die Antworten der Banken bezüglich des lockernden Effekts der GLRGs auf ihre Kreditbedingungen werden u. a. in den Berichten über die Umfrage zum Kreditgeschäft für das [vierte Quartal 2014](#) (GLRG I), das [vierte Quartal 2016](#) (GLRG II), das [vierte Quartal 2019](#) (GLRG III) und das [erste Quartal 2021](#) (GLRG III) auf der Website der EZB dargestellt. Die Ergebnisse zur Lockerungswirkung des erweiterten APP auf die Kreditbedingungen der Banken sowie deren Nettozinssmargen finden sich beispielsweise in den Berichten für das [erste Quartal 2016](#), das [erste Quartal 2017](#) und das [dritte Quartal 2020](#).

## Abbildung 5

### Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB auf Kreditvergabe, Kreditrichtlinien und Liquiditätsposition der Banken

(Nettoanteil der Banken, die einen Anstieg des Kreditvolumens, eine Lockerung der Kreditrichtlinien oder eine Verbesserung ihrer Liquiditätsposition meldeten)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Die auf den x-Achsen dargestellten Zeitangaben entsprechen den Zeiträumen, auf die sich die halbjährlichen Fragen jeweils beziehen, z. B. bezeichnet Q1 2023 den Zeitraum vom vierten Quartal 2022 bis zum ersten Quartal 2023. Die Auswirkungen der ersten und zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sind für den Zeitraum Q3 2014-Q2 2017 auf der Grundlage einer einseitigen Frage dargestellt, die nur auf den Lockerungseffekt auf die Kreditrichtlinien abstellt. Die Auswirkungen der dritten Serie GLRGs beziehen sich auf den Zeitraum Q3 2019-Q1 2023. Die Auswirkungen auf die Kreditrichtlinien und die Liquiditätsposition sind für den Einlagesatz nicht verfügbar. Die Auswirkungen der GLRG II und des APP/PEPP auf das Kreditvolumen sind erst ab Q1 2018 verfügbar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (GLRGs, APP und das im März 2020 eingeführte PEPP) bzw. das dritte Quartal 2022 (Einlagesatz).

### Die Umfrage lieferte auch frühzeitig Hinweise darauf, wie sich die geldpolitischen Sondermaßnahmen auf die Ertragslage der Banken auswirkten.

Schätzungen lassen darauf schließen, dass die unkonventionellen Maßnahmen der EZB im Zeitraum von 2014 bis 2019 insgesamt einen weitgehend neutralen Einfluss auf die Ertragskraft der Banken ausübten (zu den Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die Finanzlage der Kreditinstitute siehe Abschnitt 6). Einerseits hatten die Sondermaßnahmen aufgrund der gestiegenen Kreditvolumen und der geringeren Kosten für Rückstellungen und Wertberichtigungen einen beträchtlichen positiven Effekt und wirkten sich zeitlich begrenzter auch auf die Kapitalerträge aus.<sup>20</sup> Andererseits verknüpften die an der Umfrage teilnehmenden Banken die Nullzinspolitik und das APP auch mit einer Verschlechterung ihrer allgemeinen Ertragslage (siehe Abbildung 6). Dahinter dürfte vor allem die allgemeine Margenkompression stehen, die durch die geldpolitische Lockerung nahe der effektiven Zinsuntergrenze bedingt war; doch auch der mechanische adverse Ertragseffekt, der aus den Negativzinsen auf die gehaltene Überschussliquidität resultierte, dürfte in der Wahrnehmung der Banken eine Rolle gespielt haben.<sup>21</sup> Die Bedeutung, die die befragten Institute der negativen

<sup>20</sup> Siehe C. Altavilla, W. Lemke, T. Linzert, J. Tapking und J. von Landesberger, [Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 278, 2021.

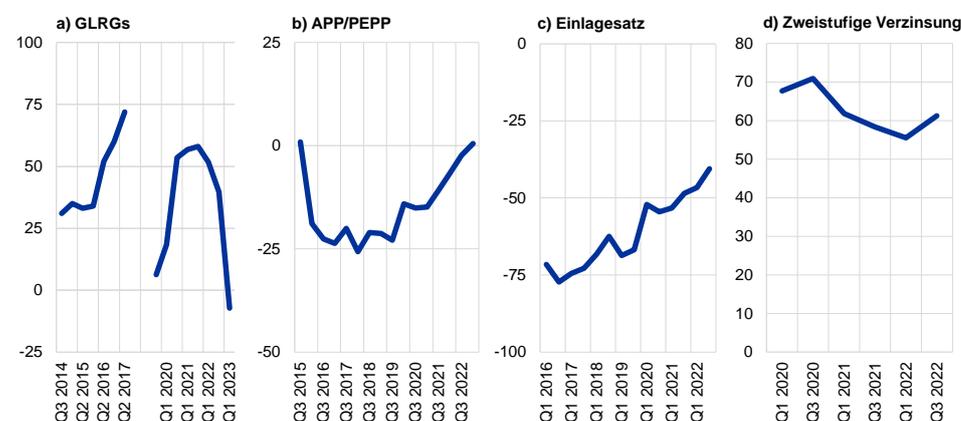
<sup>21</sup> Nähere Informationen zu den Kanälen, über die konventionelle und nicht konventionelle Maßnahmen das Nettozinsergebnis sowie andere Ertragskomponenten der Banken in einem Niedrigzinsumfeld beeinflussen, finden sich in: C. Altavilla, M. Boucinha und J.-L. Peydró, [Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment](#), Economic Policy, Bd. 33, Ausgabe 96, 2018, S. 531-586.

Verzinsung von Überschussreserven in der Umfrage beimaßen, implizierte indes auch, dass sie die Einführung des zweistufigen Systems zur Verzinsung der Überschussliquidität in weit überwiegender Zahl als positiven Effekt bewerteten. Das System wurde ausdrücklich zur Unterstützung der geldpolitischen Transmission über den Bankenkanal konzipiert, wobei die Negativzinsen weiterhin einen positiven Beitrag zum akkommodierenden Kurs leisteten.<sup>22</sup> Zugleich wurde die Ertragskraft der Banken in gewissem Umfang durch die GLRGs gestärkt, da diese die Refinanzierungskosten der Banken senkten und ein hohes Kreditwachstum ermöglichten.

### Abbildung 6

#### Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB auf die Ertragslage der Banken

(Nettoanteil der Banken, die eine Verbesserung meldeten)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Die auf den x-Achsen dargestellten Zeitangaben entsprechen den Zeiträumen, auf die sich die halbjährlichen Fragen jeweils beziehen, z. B. bezeichnet Q1 2023 den Zeitraum vom vierten Quartal 2022 bis zum ersten Quartal 2023. Die Auswirkungen der ersten und zweiten Serie GLRGs sind für den Zeitraum Q3 2014-Q2 2017 dargestellt. Die Auswirkungen der dritten Serie GLRGs beziehen sich auf den Zeitraum Q3 2019-Q1 2023. Da die Auswirkungen des Einlagesatzes und der zweistufigen Verzinsung auf die Ertragslage nicht verfügbar sind, werden für diese Instrumente die Auswirkungen auf das Nettozinsergebnis dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (GLRGs, APP und PEPP) bzw. das dritte Quartal 2022 (Einlagesatz und zweistufige Verzinsung).

#### Die Antworten der Banken auf die Zusatzfragen zu den geldpolitischen Sondermaßnahmen zeigen die umfassende Evidenz hinsichtlich der Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Finanzlage der Banken, die Kreditvergabebedingungen und das Kreditvolumen.

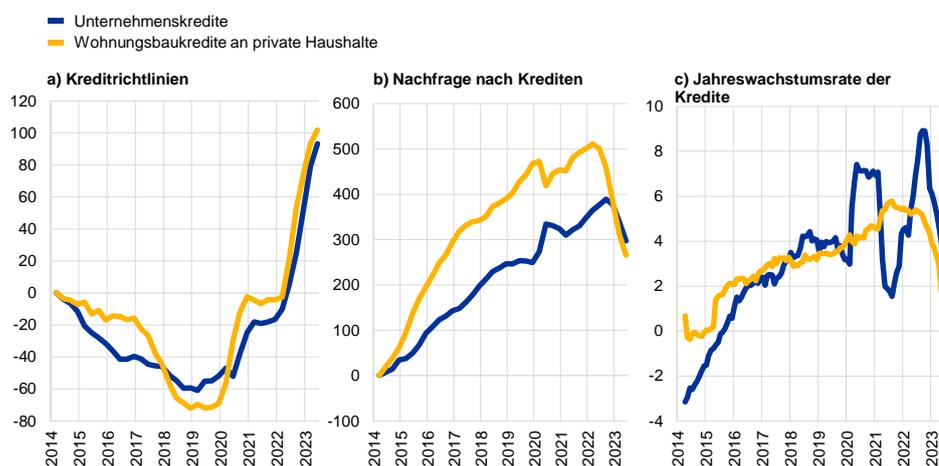
Als Reaktion auf den akkommodierenden geldpolitischen Kurs lockerten die Banken im Zeitraum vom zweiten Quartal 2014 bis zum ersten Quartal 2019 zumeist ihre Richtlinien für die Vergabe von neuen Krediten an Unternehmen und Wohnungsbaukrediten. Dies ging mit einer Erholung der Kreditnachfrage und einem tatsächlichen Wachstum der Unternehmens- und Wohnungsbaukredite einher (siehe Abbildung 7).

<sup>22</sup> Das zweistufige System für die Verzinsung der Überschussreserven der EZB fand in der Zeit von September 2019 bis September 2022 Anwendung. Damit wurde für einen Teil der über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giro Guthaben der Banken ein anderer Zinssatz eingeführt. Das zweistufige System sollte insbesondere dazu dienen, diesen Teil der Reserver Guthaben der Banken vom Einlagesatz zu befreien, als dieser negativ war. Siehe M. Boucinha, L. Burlon, M. Corsi, G. Della Valle, J. Eisenschmidt, I. Marmara, S. Pool, J. Schumacher und O. Vergote, [Two-tier system for remunerating excess reserve holdings](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 302, 2022.

## Abbildung 7

Kreditvergabebedingungen der Banken, Nachfrage nach Krediten und Vergabe von Krediten an Unternehmen und Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Zeitraum 2014-2023

(Grafik a und b: kumulierte Nettoanteile der Banken; Grafik c: Jahreswachstumsrate)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft und MFI-Bilanzstatistik) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung 1. Die Werte sind ab dem zweiten Quartal 2014 kumuliert (Basisperiode = Q1 2014). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023.

### Die aufsichtlichen Maßnahmen und regulatorischen Anforderungen veranlassten die Banken, Kapital aufzubauen und eine umsichtiger Kreditvergabepolitik zu betreiben, ohne dass dabei die Übertragung der geldpolitischen Lockerung auf die Kreditbedingungen behindert wurde.

So erhöhten die Banken den Angaben zufolge ihre Kapitalpositionen und verringerten die risikogewichteten Aktiva, um die aufsichtlichen Anforderungen (siehe Abbildung 8, Grafik a) im Kontext der Basel-II-Reform zu erfüllen.<sup>23</sup> In den ersten Jahren nach der Ankündigung der Maßnahmen zur Überarbeitung der Basel-II-Anforderungen und der Errichtung eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus in der Europäischen Union (2011-2013) deuteten die Angaben der Banken in der Umfrage darauf hin, dass von den Aufsichtsanforderungen ein verschärfender Effekt auf die Kreditrichtlinien ausging.<sup>24</sup> Hierin zeigten sich die verstärkten Bemühungen der Institute, Kapital aufzubauen und die Bilanzen zu bereinigen. Entsprechend den von Vorsicht geprägten Anforderungen resultierte der Abbau der risikogewichteten Aktiva daraus, dass die Banken ihren Bestand an risikoreicheren Darlehen in relativer Betrachtung verringerten. Dies steht im Einklang mit dem weitgehend neutralen Einfluss, den die Aufsichtsanforderungen im Zeitraum von 2014 bis 2019 auf die Kreditrichtlinien hatten, nachdem zuvor ein restriktiver Effekt zu beobachten

<sup>23</sup> Das Europäische Parlament veröffentlichte seine Entschließung zu Basel II und zur Überarbeitung der Eigenkapitalrichtlinien am 7. Oktober 2010. Das vollständige Basel-III-Rahmenwerk wurde von der BIZ im Dezember 2010 veröffentlicht und im Juni 2011 aktualisiert. Die Basel-III-Anforderungen wurden durch das CRR/CRD-IV-Paket in EU-Recht überführt. Es beinhaltet die Eigenkapitalverordnung (CRR, 575/2013/EU) und die Eigenkapitalrichtlinie (CRD, 2013/36/EU), die im Januar 2014 in Kraft traten. Die Frist für die vollständige Umsetzung der Basel-III-Anforderungen wurde mehrmals verlängert. Mit Wirkung vom 1. Januar 2023 wurde das Regelwerk schließlich vollumfänglich wirksam. Im Oktober 2013 veröffentlichte das Europäische Parlament die Verordnung zum Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (1024/2013/EU).

<sup>24</sup> Siehe auch P. Köhler-Ulbrich et al., a. a. O.

gewesen war.<sup>25</sup> Anders ausgedrückt lassen die Umfrageergebnisse darauf schließen, dass die strengeren aufsichtlichen und regulatorischen Anforderungen die Transmission des akkommodierenden geldpolitischen Kurses nach 2014 nicht behinderten, sondern dass sie vielmehr dazu beitrugen, einer unangemessen hohen Risikobereitschaft der Banken entgegenzuwirken.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Siehe EZB, [Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019. Im Zusammenhang mit den Aufsichtsanforderungen meldeten die Banken einen restriktiven Effekt auf die Kreditrichtlinien und einen Rückgang der durchschnittlichen Kredite in den Quartalen bis zum vierten Quartal 2013. Dies ging mit einem breit angelegten Verschuldungsabbau und einer Verschärfung der Kreditrichtlinien vor dem Hintergrund einer geringeren Risikotoleranz einher.

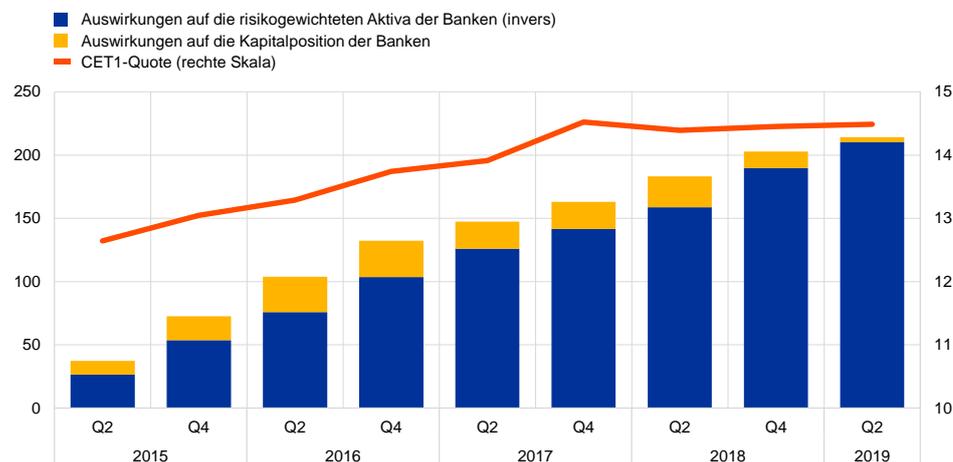
<sup>26</sup> Siehe u. a. C. Altavilla, M. Boucinha, J.-L. Peydró und F. Smets, [Banking supervision, monetary policy and risk-taking: big data evidence from 15 credit registers](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2349, 2020; U. Albertazzi et al., [Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2377, 2020.

## Abbildung 8

### Auswirkungen der aufsichtlichen und regulatorischen Anforderungen sowie der NPL-Quoten der Banken

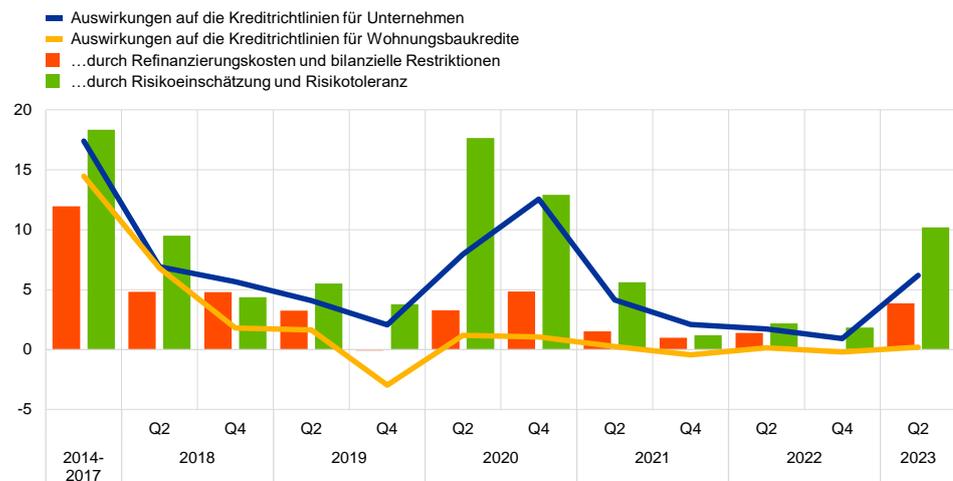
#### a) Auswirkungen der aufsichtlichen und regulatorischen Anforderungen und Entwicklung der tatsächlichen CET1-Quoten der Banken

(linke Skala: kumulierte Nettoanteile der Banken, die einen Anstieg meldeten; rechte Skala: in % der risikogewichteten Aktiva)



#### b) Auswirkungen der NPL-Quoten

(Nettoanteil der Banken, die einen restriktiven Effekt der NPL-Quoten meldeten)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft und konsolidierte Bankendaten).

Anmerkung: Der Nettoanteil der Auswirkungen auf die risikogewichteten Aktiva gemäß der Umfrage zum Kreditgeschäft in Grafik a (linke Skala) ist invertiert. Daher wird ein Rückgang der risikogewichteten Aktiva als positiver Beitrag zur Kapitalquote der Banken ausgewiesen. Grafik a (rechte Skala) zeigt die konsolidierten Bankendaten zu den harten Kernkapitalquoten (CET1-Quoten) der Banken. In Grafik b sind die Auswirkungen der Quoten notleidender Kredite (NPL-Quoten) auf die Richtlinien der Banken für Kredite an Unternehmen und Wohnungsbaukredite an private Haushalte dargestellt. Die Position „durch Refinanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen“ entspricht dem ungewichteten Durchschnitt: a) der mit der Kapitalposition der Banken verbundenen Kosten, b) der mit der Bilanzbereinigung der Banken verbundenen Kosten und c) des mit aufsichtlichen oder regulatorischen Anforderungen verbundenen Drucks. Die Position „durch Risikoeinschätzung und Risikotoleranz“ bildet den ungewichteten Durchschnitt dieser beiden Faktoren ab. NPL-Quoten sind definiert als der prozentuale Anteil des NPL-Bestands (brutto) in der Bankbilanz am Bruttobuchwert der Kredite. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019 (Grafik a) bzw. das zweite Quartal 2023 (Grafik b).

**Von den risikohaltigeren Altbeständen in den Bilanzen der Banken ging ein Druck zur Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien aus.** Dies resultierte aus den gestiegenen Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen (Banken mit höheren NPL-Beständen sehen sich tendenziell ungünstigeren Marktbedingungen gegenüber und tragen zudem die Kosten für etwaige Bereinigungen) sowie einer geringeren Risikotoleranz (die Opportunitätskosten der Kreditvergabe nehmen mit steigenden NPL-Beständen zu) (siehe Abbildung 8, Grafik b). Dieser verschärfende

Effekt ließ mit der Zeit nach, da die realisierten NPL-Quoten schrittweise sanken. Gefördert wurde der Rückgang der realisierten NPL-Quoten dadurch, dass sich die Bonität der Kreditnehmer dank der akkommodierenden Geldpolitik verbesserte und die Banken eine aktive Bilanzbereinigung über Veräußerungs- und Verbriefungsaktivitäten betrieben.

## 5 Kreditvergabe der Banken während der Covid-19-Pandemie: 2020-2021

**Einige der ersten Hinweise auf die Entwicklung der Kreditbedingungen nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie stammten aus der Umfrage zum Kreditgeschäft.** Der Zeitpunkt der Umfrage vom April 2020 ermöglichte eine sehr frühe Momentaufnahme der Kreditbedingungen. Darüber hinaus gab sie Aufschluss in Bezug auf die Frage, wie die Banken auf die Kontaktbeschränkungen, die neue akkommodierende Geldpolitik und die expansiven finanzpolitischen Maßnahmen sowie die hohe Unsicherheit reagierten. Frühe Erkenntnisse im ersten Quartal 2020 zeigten, dass die Richtlinien für Unternehmenskredite weniger stark verschärft wurden als jene für Darlehen an private Haushalte (siehe Abbildung 9, Grafik a). Die im ersten Quartal geringere Verschärfung der Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite und die für das zweite Quartal 2020 erwartete Lockerung ließen frühzeitig Schlüsse darauf zu, welche Auswirkungen die umfangreichen, bereits zu Beginn der Pandemie angekündigten staatlichen Programme zur Unterstützung der Unternehmen haben könnten. Mit Blick auf die privaten Haushalte wurde hingegen damit gerechnet, dass die Kreditrichtlinien aufgrund der Risikoeinschätzung weiter verschärft werden. In der Anfangsphase der Pandemie, d. h. im ersten und insbesondere im zweiten Quartal 2020, stieg die Kreditnachfrage der Unternehmen angesichts eines groß angelegten „Bargeldansturms“ und einer stärkeren Nachfrage nach kurzfristigen Krediten sprunghaft an; zu dieser Zeit begannen auch die Umsätze in einigen Sektoren einzubrechen.<sup>27</sup>

---

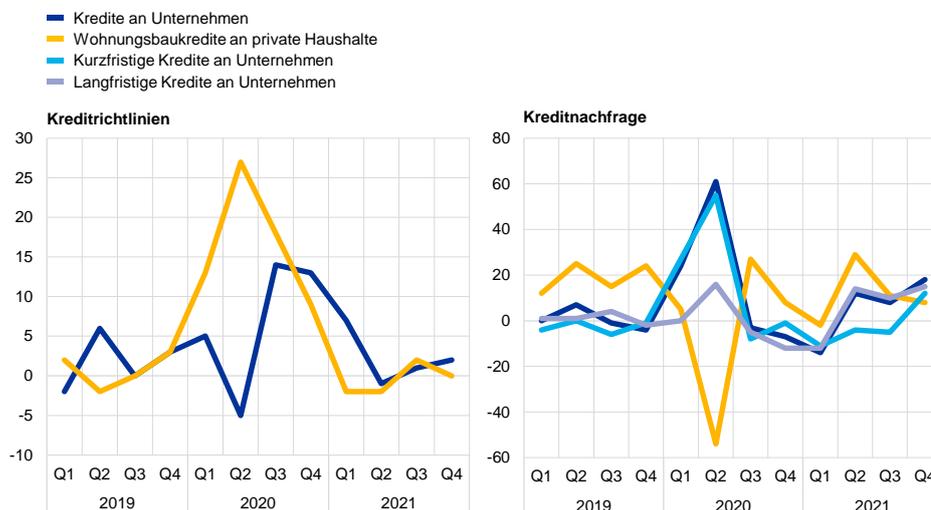
<sup>27</sup> Siehe EZB, [Veränderung der Kreditnachfrage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet im Zuge der Covid-19-Pandemie und ihre Bestimmungsfaktoren](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

## Abbildung 9

Verschärfung der Kreditrichtlinien während der Covid-19-Pandemie und Anstieg der Kreditnachfrage nach Kreditkategorien (jeweils netto)

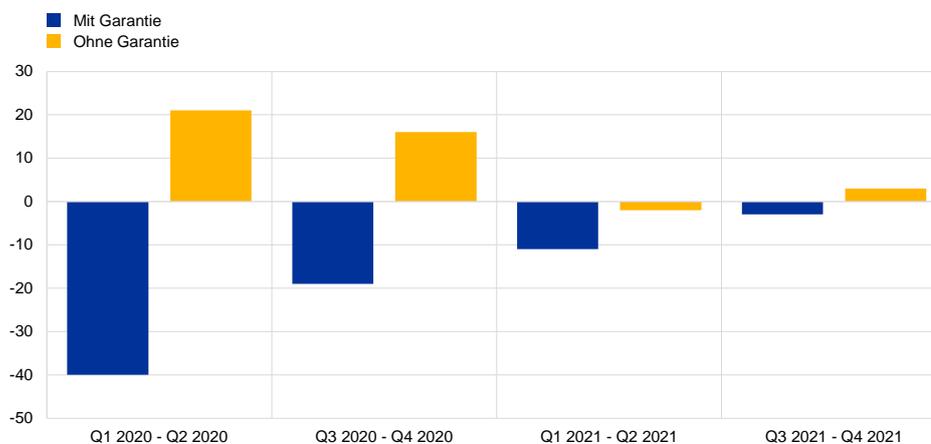
### a) Kreditrichtlinien und Kreditnachfrage

(Nettoanteil der Banken)



### b) Richtlinien für Kredite mit und ohne staatliche Garantien

(Nettoanteil der Banken)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).  
Anmerkung: Die Angaben der Banken in Grafik b basieren auf einer Zusatzfrage in der Umfrage zu den Veränderungen ihrer Kreditrichtlinien und zur Nachfrage nach Krediten mit pandemiebedingten staatlichen Garantien und Krediten ohne solche Garantien. Diese Zusatzfrage war in der Umfrage vom Januar 2021 (Daten für das erste und zweite Halbjahr 2020) bis zur Umfrage im Januar 2022 (Daten für das zweite Halbjahr 2021) enthalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021.

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft zeigte auch die Besonderheiten der Pandemie auf, nämlich die unterschiedliche Dynamik der Kreditnachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten sowie der Nachfrage nach kurzfristigen im Vergleich zu langfristigen Krediten.** Im Gegensatz zur steigenden Kreditnachfrage der Unternehmen ging die Nachfrage der privaten Haushalte in der Anfangsphase der Pandemie rasch zurück (siehe Abbildung 9, Grafik a). Letzteres war auf die hohe Unsicherheit über die Einkommensaussichten und eine damit verbundene drastische Verringerung des Verbrauchervertrauens und der tatsächlichen Konsumausgaben zurückzuführen. Hinzu kamen vor dem Hintergrund der coronabedingten Einschränkungen mangelnde Gelegenheiten, Investitionen im

Wohnungsbau zu tätigen. Darüber hinaus fragten die Unternehmen deutlich mehr kurzfristige als langfristige Kredite nach. Dies hing mit einem hohen Bedarf an kürzerfristigen Finanzmitteln zusammen, da die Umsätze zu Beginn der Pandemie einbrachen. Interessanterweise war die Nachfrage der Unternehmen nach längerfristigen Darlehen in diesem Zeitraum zunächst noch positiv, wenngleich sie moderater ausfiel als bei den kurzfristigen Krediten. Daher kam es zu einer Entkopplung von der Entwicklung der Anlageinvestitionen, die stark rückläufig waren. Im historischen Vergleich korreliert die Nachfrage nach Krediten für Anlageinvestitionen eng mit der Nachfrage nach langfristigen Darlehen. Doch während der Pandemie wurden Langfristkredite aufgrund der günstigen Vergabebedingungen etwas stärker nachgefragt, während sich der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen angesichts des gleichzeitigen Einbruchs der Unternehmensinvestitionen kräftig abschwächte. Diese Entwicklung verdeutlicht, dass die Unternehmen ihre Investitionsausgaben aufschoben, um die wahrgenommenen längerfristigen Umsatzeinbußen zu kompensieren.

**Die Zusatzfragen in der Umfrage trugen dazu bei, den hohen Stellenwert der von den finanzpolitischen, geldpolitischen und aufsichtlichen Behörden vor dem Hintergrund der allgemeinen Unsicherheit geleisteten Unterstützung aufzuzeigen.** Auf dem Höhepunkt der Pandemie kündigte die EZB weitreichende Maßnahmen an, mit denen sie die Funktionsfähigkeit der Kreditmärkte stärken wollte. Hierzu zählten eine Rekalibrierung der Bedingungen für die GLRG III mit äußerst akkommodierenden Konditionen für die Banken, die Ausweitung des APP und die Einführung des PEPP. Anhand der Ergebnisse aus der Umfrage zum Kreditgeschäft konnte der Lockerungseffekt, den diese Maßnahmen über die Pandemie hinweg entfalteten, frühzeitig antizipiert werden. Außerdem wurde die von der Finanzpolitik ausgehende Unterstützung mittels einer Zusatzfrage zu den unterschiedlichen Kreditbedingungen für Unternehmenskredite mit und solche ohne pandemiebedingte staatliche Garantien ermittelt. Demnach wurden die Richtlinien für garantierte Kredite insbesondere in der Anfangsphase der Pandemie per saldo gelockert, während sie für nicht garantierte Darlehen insgesamt verschärft wurden (siehe Abbildung 9, Grafik b).<sup>28</sup>

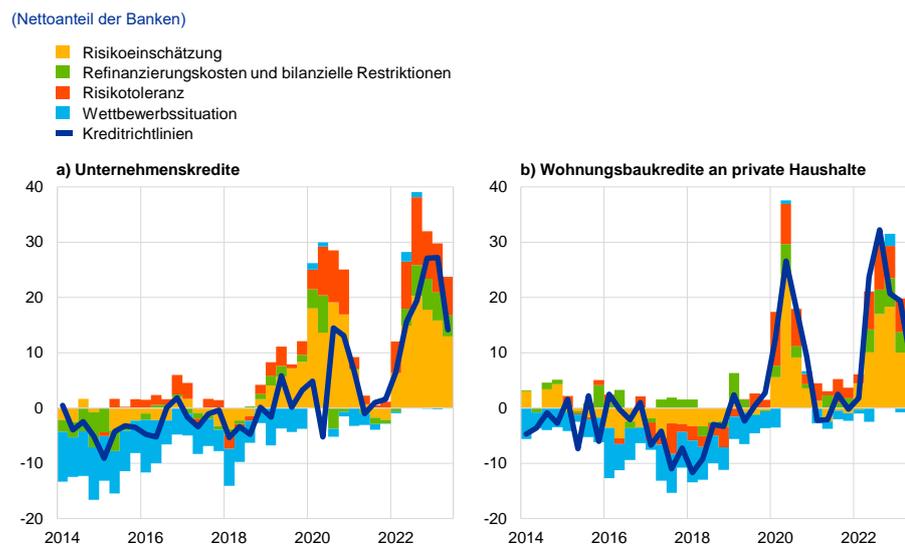
## 6 Geldpolitische Straffung und Veränderung des Kreditangebots und der Kreditnachfrage seit 2022

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft liefert auch wertvolle Informationen zur Beurteilung des Kreditangebots und der Kreditnachfrage im Euroraum während der jüngsten geldpolitischen Straffungsphase.** Angesichts des kräftigen Anstiegs der Inflation in den Jahren 2021 und 2022 und der Erwartung, dass diese noch einige Zeit zu hoch bleiben wird, hat die EZB ihre Leitzinsen seit Juli 2022 außergewöhnlich stark und rasch angehoben, um die Inflation zeitnah auf

<sup>28</sup> Siehe die Berichte über die Umfrage zum Kreditgeschäft auf der Website der EZB, in denen diese Zusatzfrage enthalten war, z. B. im Bericht für das [vierte Quartal 2020](#). Siehe auch M. Falagiarda und P. Köhler-Ulbrich, [Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?](#), European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector, 2021.

den Zielwert von 2 % zurückzuführen.<sup>29</sup> Zusätzlicher Druck auf die Kreditvergabebedingungen der Banken ging davon aus, dass im März bzw. Juni 2022 die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP und des APP beendet wurden und die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP gehaltenen Wertpapiere seit Juli 2023 nicht mehr reinvestiert werden. In gleicher Weise wirkten auch die Rekalibrierung der Bedingungen für die GLRG III im Oktober 2022 und die sukzessive fällig werdenden GLRG-III-Geschäfte. Vor diesem Hintergrund haben die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten seit Anfang 2022 deutlich verschärft (siehe Abbildung 10, Grafik a). Die Entwicklung der Kreditrichtlinien spiegelt das Tempo und Ausmaß der geldpolitischen Straffung sowie deren Transmission über den Bankenkanal wider. Den Umfrageergebnissen zufolge wurden sie jedoch bislang insgesamt nicht so stark gestrafft wie während der globalen Finanzkrise (siehe Abbildung 7, Grafik a und Abbildung 1). Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die erfragten Bestimmungsfaktoren in den beiden Straffungsphasen unterschiedliche Relevanz hatten.

**Abbildung 10**  
Relevanz der Einflussfaktoren für die Kreditrichtlinien im Zeitraum 2014-2023



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).  
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung 2. Der Faktor „Risikotoleranz“ wurde im ersten Quartal 2015 in die Umfrage aufgenommen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023.

**Seit dem Beginn des aktuellen Straffungszyklus im Jahr 2022 werden die Kreditrichtlinien der Banken vor allem durch eine gestiegene Risikoeinschätzung, eine gesunkene Risikotoleranz und in geringerem Maße auch durch bilanzielle Restriktionen der Institute beeinflusst.** Dass die Risikowahrnehmung und die abnehmende Risikotoleranz gegenwärtig eine große Rolle spielen, spiegelt zum Teil die breit angelegte Transmission der geldpolitischen Straffung wider: Angesichts der gestiegenen Zinsen und der hohen Inflation sorgen sich die Banken um die Refinanzierungs- oder Rückzahlungsrisiken der Kreditnehmer, insbesondere um jene hoch verschuldeter Unternehmen mit geringer

<sup>29</sup> Siehe beispielsweise die Erklärungen der EZB zur Geldpolitik vom 21. Juli 2022 und vom 14. September 2023.

Liquiditätsausstattung und niedriger Rentabilität (siehe Abbildung 10, Grafik a). Dementsprechend hat auch die NPL-Quote als verschärfender Faktor für die Vergaberichtlinien von Unternehmenskrediten wieder an Bedeutung gewonnen (siehe Abbildung 8, Grafik b), wenngleich bislang noch in relativ geringem Maße. Die Bilanzsituation der Banken trägt aktuell weniger stark zur Straffung bei als während der globalen Finanzkrise (siehe Abbildung 10 und Abbildung 2). Hierin dürfte die insgesamt solidere Kapitalposition der Banken im Euroraum zum Ausdruck kommen. Zu dieser Verbesserung war es aufgrund der Harmonisierung und Stärkung des regulatorischen und aufsichtlichen Rahmens und dank der geldpolitischen Instrumente gekommen, die speziell zur Vermeidung einer ungewünschten Fragmentierung entwickelt wurden (beispielsweise das Transmission Protection Instrument – TPI).

**Die Erfahrungen der jüngsten geldpolitischen Straffungsphase zeigen, dass eine deutliche Verschärfung der Kreditrichtlinien, die mit einer Einschränkung des Kreditangebots einhergeht, nicht zwangsläufig mit einer Bankenkrise in Verbindung stehen muss. Sie kann sogar zeitgleich mit einer Erholung der Erträge der Banken vorkommen.** Die Kreditrichtlinien können auch in einer Phase verschärft werden, in der die Kapitalausstattung der Banken solide und ihre Ertragslage robust ist. Geldpolitische Straffungsphasen zeichnen sich grundsätzlich durch restriktivere Kreditrichtlinien aus. Strengere Vergaberichtlinien beeinflussen das Kreditangebot über eine Reihe von Kanälen, darunter der Zinskanal, der Bankkreditkanal (der die gestiegenen Refinanzierungskosten und die Kreditvergabebereitschaft der Banken betrifft), der Bilanzkanal (der sich auf die Bonität der Kreditnehmer bezieht) und der Risikoneigungskanal (der auf die Bereitschaft der Banken zur Übernahme von Risiken abstellt).

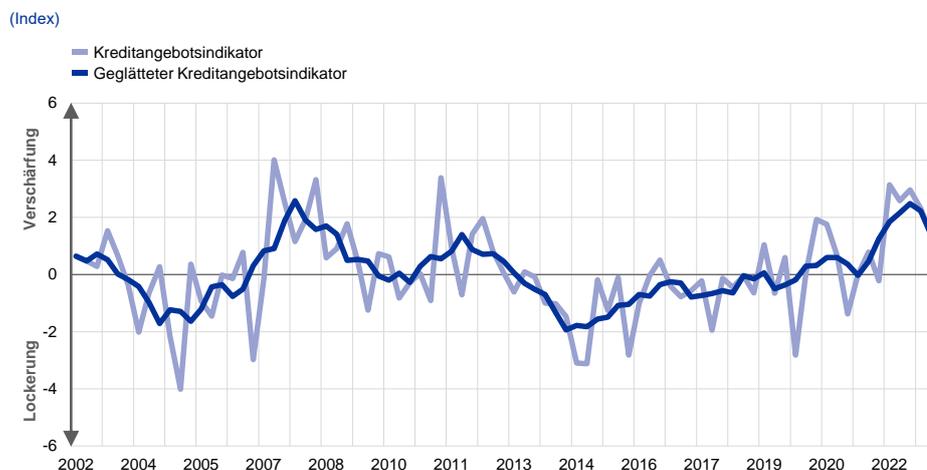
**Die abflauende Nachfrage nach Unternehmens- und Wohnungsbaukrediten hing vor allem mit den steigenden Zinsen infolge der strafferen Geldpolitik zusammen.** Die Kreditnachfrage ist seit 2022 stark gesunken. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung bei den Wohnungsbaukrediten, die bereits seit dem zweiten Quartal 2022 weniger nachgefragt werden. Bei den Unternehmenskrediten setzte der Rückgang aufgrund des Nachfrageschubs im Zusammenhang mit der Energiekrise dagegen erst im vierten Quartal 2022 ein (siehe Abbildung 7, Grafik b). Zuvor hatte die Kreditnachfrage ab 2014 über einen längeren Zeitraum hinweg per saldo stetig zugenommen, und der Aufwärtstrend wurde erst durch die Pandemie unterbrochen. Der Nachfrageeinbruch spiegelt zum Teil die größere Bedeutung des Zinskanals der Geldpolitik wider, denn bei einer geldpolitischen Straffung steigen auch die Kreditkosten (unter anderem über eine Linksverschiebung der Kreditangebotskurve), wodurch das Wirtschaftswachstum und die Kreditnachfrage gedämpft werden (was sich in einer Abwärtsverschiebung der Kreditnachfragekurve manifestieren würde). Dass sich die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten besonders stark verringerte, hängt mit deren hoher Elastizität gegenüber steigenden Kreditkosten zusammen. Der Abwärtsdruck, den die höheren Zinsen auf die Kreditnachfrage ausüben, war von einer Eintrübung der Aussichten am Wohnimmobilienmarkt begleitet. Dies verdeutlicht, dass die beiden Faktoren mit dem jüngsten Rückgang der Wohnimmobilienpreise im Euroraum verknüpft sind.

**Entsprechend den Vorlaufeigenschaften der Umfrage zum Kreditgeschäft wiesen die restriktiveren Kreditrichtlinien und die sinkende Kreditnachfrage schon zu einem frühen Zeitpunkt auf eine deutliche Abschwächung des Kreditwachstums hin.** Die frühen Signale, die sich aus der Umfrage ergaben, wurden anschließend durch die tatsächliche Entwicklung des Kreditwachstums bestätigt (siehe Abbildung 7, Grafik c). Die Umfrage zum Kreditgeschäft ermöglicht eine getrennte Betrachtung von Kreditangebot und Kreditnachfrage, die sich beide seit 2022 als Reaktion auf die geldpolitische Straffung verschoben haben. Dies geschieht zum Beispiel mithilfe eines Kreditangebotsindikators. Er wird gebildet, indem die in der Umfrage gemeldeten Kreditrichtlinien um Veränderungen der Kreditnachfrage auf Bankenebene und um die vorherrschenden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen bereinigt werden. Mithilfe dieses Indikators lässt sich abschätzen, inwieweit die beobachtete Verschärfung der Kreditbedingungen auf Angebotseffekte zurückzuführen ist, die über die Veränderung der Kreditnachfrage und der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen hinausgehen (siehe Abbildung 11).<sup>30</sup> Eine Entflechtung von Kreditangebot und -nachfrage ist zwar wichtig, um den Einfluss der Geldpolitik und die Entstehung von Angebotsbeschränkungen zu verstehen. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik auf das Kreditangebot und die Kreditnachfrage immer in Wechselbeziehung stehen. Höhere Zinsen dämpfen nicht nur die Kreditnachfrage, sie erhöhen auch die Zinslast und die Refinanzierungsrisiken der Kreditnehmer. Darüber hinaus sinken durch den konjunkturdämpfenden Effekt einer strafferen Geldpolitik die Unternehmensgewinne, wodurch die Zahl der Insolvenzen steigen kann. Durch die daraus resultierende Eintrübung des Risikoumfelds wird wiederum das Kreditangebot verringert. Der auf den bereinigten Kreditrichtlinien basierende Indikator deutet darauf hin, dass sich das Kreditangebot seit 2022 merklich verknappt hat, und zwar in ähnlichem Tempo wie während der globalen Finanzkrise. Im Gegenteil dazu hat sich der unbereinigte Nettoanteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien meldeten, offenbar weniger stark erhöht als während der globalen Finanzkrise (siehe Abbildung 2 und Abbildung 10).

---

<sup>30</sup> Einzelheiten zum Kreditangebotsindikator finden sich in: C. Altavilla, M. Darracq Pariès und G. Nicoletti, [Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis](#), Journal of Banking & Finance, Bd. 109, 2019. Siehe auch P. R. Lane, a. a. O.

**Abbildung 11**  
Kreditangebotsindikator



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).  
 Anmerkung: Indikator des Unternehmenskreditangebots der Banken nach Altavilla, Darracq Parïès und Nicoletti (2019). Bei der geglätteten Zeitreihe handelt es sich um einen zentrierten gleitenden Fünfquartalsdurchschnitt. Ein positiver Wert bedeutet per saldo eine Verschärfung, ein negativer Wert eine Lockerung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023.

**Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft enthaltenen Zusatzfragen können Aufschluss darüber geben, welchen Herausforderungen sich die Banken in der aktuellen geldpolitischen Straffungsperiode ungeachtet ihrer soliden Kapitalausstattung gegenübersehen.** Eine neue Frage zu den Auswirkungen der Leitzinserhöhungen der EZB auf die Ertragslage der Banken hat gezeigt, dass sich die höheren Nettozinsmargen positiv auswirkten. Gleichzeitig wurde die Ertragskraft durch die Zinsanhebungen belastet, die eine Verringerung der Kreditvolumina, einen höheren Rückstellungsbedarf und mitunter auch Kapitalverluste in den Wertpapierportfolios der Banken zur Folge hatten.<sup>31</sup> In der Phase der geldpolitischen Sondermaßnahmen hatten die Ankäufe von Vermögenswerten durch die EZB und die GLRGs einen positiven Effekt auf die Finanzierungsbedingungen der Banken am Markt, ihre Liquiditätspositionen und ihre Kreditvolumen (siehe Abschnitt 4). Nun aber, da die Maßnahmen nach und nach zurückgenommen werden, belasten sie die Banken eher. So wurden die Wertpapierankäufe der EZB inzwischen (mit Ausnahme der Wiederanlagen beim PEPP) eingestellt, und durch die vorzeitigen Rückzahlungen sowie die nach und nach fällig gewordenen GLRGs hat sich die Liquidität verringert, die im Rahmen dieser Geschäfte zur Verfügung gestellt worden war. Neben den Auswirkungen der Leitzinsanhebungen der EZB schlugen sich auch die Effekte dieser Maßnahmen in geringeren Kreditvolumina und strengeren Kreditrichtlinien nieder (siehe Abbildung 5).

**Die Umfrage verdeutlicht zudem, dass sich in einigen Bereichen – insbesondere in bestimmten Wirtschaftszweigen und bei risikobehafteteren Kreditnehmern – Schwachstellen im Zusammenhang mit den steigenden Zinsen aufgetan haben.** Die von den Banken gemeldeten Änderungen ihrer Kreditbedingungen lassen erkennen, dass sie ihre Konditionen für Ausleihungen an risikoreichere Unternehmen vergleichsweise stärker gestrafft haben. Erstens haben

<sup>31</sup> In der Umfrage für [das erste Quartal 2023](#) wurde eine neue halbjährliche Zusatzfrage zu den Auswirkungen der Leitzinsentscheidungen der EZB auf die Ertragslage der Banken eingeführt.

sich die Kreditmargen bei risikoreicheren Unternehmenskrediten seit dem vierten Quartal 2021 deutlich mehr ausgeweitet als bei durchschnittlichen Krediten (siehe Abbildung 12, Grafik a). Zweitens wurden die kumulierten Kreditbedingungen in diesem Zeitraum für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) insgesamt stärker verschärft als für Großunternehmen, auch weil Erstere aufgrund ihrer undurchsichtigeren Bilanzlage allgemein als risikoreicher eingeschätzt wurden. Drittens haben sich im Einklang mit dieser Entwicklung auch die Sicherheitenanforderungen für KMUs stärker erhöht als für Großunternehmen. Untermauert und ergänzt wird diese Evidenz durch empirische Analysen auf der Grundlage bank- und firmenspezifischer Daten. Diese zeigen, dass schlechter kapitalisierte Banken ihre Kreditrichtlinien als Reaktion auf einen Anstieg der Refinanzierungskosten stärker anpassen als Institute mit einer besseren Kapitalausstattung, und zwar vor allem bei Ausleihungen an Unternehmen mit einem höheren Ausfallrisiko.<sup>32</sup> Darüber hinaus weisen die Kreditportfolios der Banken bei einigen Wirtschaftszweigen, wie etwa dem Immobiliensektor, tendenziell größere Kreditrisiken auf als bei anderen. Den Umfrageergebnissen zufolge haben sich die Richtlinien für die Vergabe von Krediten an den Gewerbe- und Wohnimmobiliensektor seit Anfang 2022 mehr verschärft als in den anderen wichtigen Wirtschaftszweigen (siehe Abbildung 12, Grafik b); dies hängt mit dem Rückgang der Wohnimmobilienpreise und den damit verbundenen höheren Risiken für die Sicherheitenwerte zusammen.<sup>33</sup> Auch im energieintensiven verarbeitenden Gewerbe kam es angesichts der weiterhin erhöhten Risiken im Energiesektor per saldo zu einer stärkeren Straffung der Kreditrichtlinien als im verarbeitenden Gewerbe insgesamt. Diese Erkenntnisse verdeutlichen den großen Nutzen der Umfrage zum Kreditgeschäft als Frühindikator für Bereiche mit erhöhten Risiken.

---

<sup>32</sup> Siehe D. Faccia, F. Huennekes und P. Köhler-Ulbrich, What drives banks' credit standards? An analysis based on a large bank-firm panel, Working Paper Series der EZB (im Erscheinen).

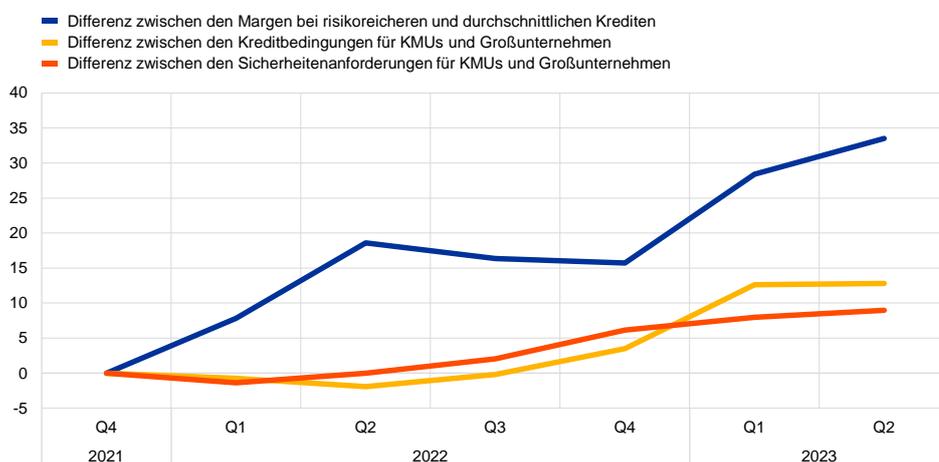
<sup>33</sup> Verglichen mit dem verarbeitenden Gewerbe, dem Baugewerbe, dem Groß- und Einzelhandel sowie dem Dienstleistungssektor. Das energieintensive verarbeitende Gewerbe ist in diesem Vergleich nicht enthalten, da die entsprechende Aufschlüsselung erst ab dem Zeitraum Q3 2022-Q4 2022 vorliegt.

## Abbildung 12

### Kreditbedingungen für Unternehmenskredite in ausgewählten Kreditkategorien und Kreditrichtlinien für ausgewählte Hauptwirtschaftszweige

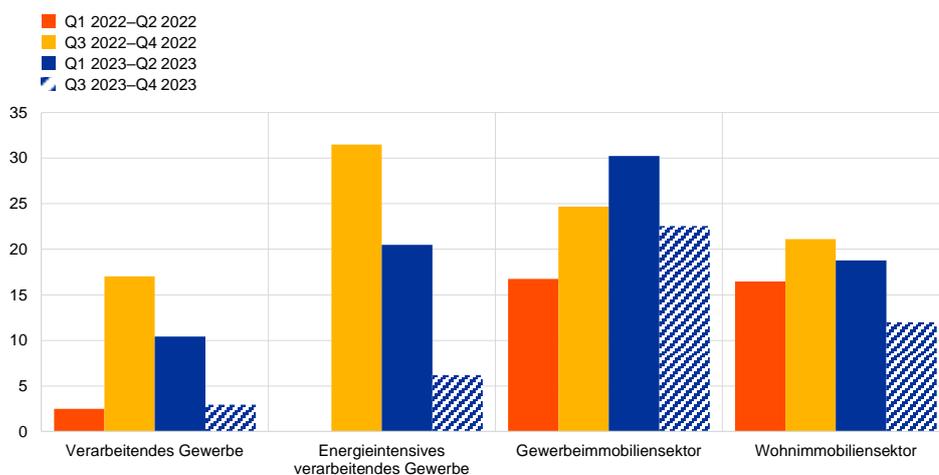
#### a) Kreditbedingungen

(Differenz zwischen den kumulierten Nettoanteilen seit Q4 2021)



#### b) Kreditrichtlinien

(Nettoanteil der Banken)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Grafik a zeigt die Differenzen zwischen den kumulierten Nettoanteilen der Angaben zu den Margen bei risikoreicheren und bei durchschnittlichen Krediten sowie zwischen den kumulierten Nettoanteilen der Angaben zu den Kreditbedingungen für Ausleihungen an KMUs und an Großunternehmen. Die in Grafik b dargestellte Position „Energieintensives verarbeitendes Gewerbe“ resultiert aus einer Aufschlüsselung des verarbeitenden Gewerbes, die ab dem Zeitraum Q3 2022–Q4 2022 vorliegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023, die Erwartungen auf den Zeitraum Q3 2023–Q4 2023.

## 7 Schlussbemerkungen

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft hat sich in den vergangenen 20 Jahren zu einem wichtigen Instrument für die Analyse der Kreditvergabebedingungen der Banken im Euroraum entwickelt und liefert der Geldpolitik wertvolle Informationen über Veränderungen des Kreditangebots und der Kreditnachfrage.** Die Umfrage trägt zu einem besseren Verständnis der Kreditvergabebedingungen bei und gibt frühzeitig Hinweise darauf, wie sich das

Kreditwachstum in den kommenden Quartalen voraussichtlich entwickeln wird. Darüber hinaus liefert sie Erkenntnisse über die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Bankkreditvergabe und gibt Aufschluss über andere wichtige Faktoren, die die geldpolitische Transmission über den Bankenkanal beeinflussen, etwa aufsichtliche oder fiskalische Maßnahmen. Den Ergebnissen der Umfrage zufolge reagierten die Banken des Euroraums auf die im Jahr 2022 begonnene Straffung der Geldpolitik insgesamt damit, dass sie ihre Vergaberichtlinien für Kredite an Unternehmen und private Haushalte unmittelbar und deutlich verschärfen. Dies steht im Gegensatz zur Entwicklung während der geldpolitischen Straffungsperiode im Vorfeld der globalen Finanzkrise, in der die Banken ihre Kreditrichtlinien erst spät verschärfen, weil sie die Risiken als gering einschätzten. Außerdem hat die Weitergabe der Leitzinsanhebungen der EZB zu einem Einbruch der Kreditnachfrage geführt.

Die Umfrage zum Kreditgeschäft wird laufend weiterentwickelt, um neuen politischen Fragestellungen Rechnung zu tragen. Zuletzt wurde eine neue Zusatzfrage zu den Auswirkungen des Klimawandels auf die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen eingeführt. Auch in Zukunft wird die Umfrage immer wieder neue Themen aufgreifen, die für die Geldpolitik von Belang sind. Auf diese Weise wird sie dazu beitragen, das Verständnis für die Entwicklung der Kreditvergabebedingungen der Banken im Euroraum zu vertiefen.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im ECB Data Portal abgerufen werden:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodische Definitionen sowie allgemeine und technische Erläuterungen zu den Statistiktabelle (General Notes, Technical Notes) sind im Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal enthalten:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

[www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html)

## Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- .
- ... 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><br>(Veränderung gegen Vorperiode in %) |                    |                        |       |       |                         | VPI<br>(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   |
| 2020       | -3,0   | -2,2               | -10,4                  | -4,2  | 2,2   | -6,1                    | 1,3                                     | 1,7                             | 1,2                | 0,9                           | 0,0   | 2,6   | 0,3  |
| 2021       | 6,5  | 5,8                | 8,7                    | 2,2   | 8,1   | 5,9                     | 4,0                                     | 3,0                             | 4,7                | 2,6                           | -0,3  | 0,9   | 2,6  |
| 2022       | 3,2  | 1,9                | 4,3                    | 1,0   | 3,0   | 3,4                     | 9,6                                     | 6,8                             | 8,0                | 9,1                           | 2,5   | 1,9   | 8,4  |
| 2022 Q3    | 1,3  | 0,7                | -0,1                   | -0,3  | 3,2   | 0,3                     | 10,4                                    | 7,3                             | 8,3                | 10,0                          | 2,9   | 2,7   | 9,3  |
| Q4         | 0,4  | 0,6                | 0,1                    | 0,1   | 0,5   | 0,0                     | 10,1                                    | 7,6                             | 7,1                | 10,8                          | 3,8   | 1,8   | 10,0   |
| 2023 Q1    | 1,0  | 0,6                | 0,3                    | 0,8   | 2,2   | 0,0                     | 8,6                                     | 7,2                             | 5,8                | 10,2                          | 3,6   | 1,3   | 8,0  |
| Q2         | 0,7  | 0,5                | 0,2                    | 1,2   | 0,8   | 0,2                     | 6,5                                     | 6,9                             | 4,0                | 8,4                           | 3,3   | 0,1   | 6,2  |
| 2023 April | -  | -                  | -                      | -     | -     | -                       | 7,3                                     | 7,1                             | 4,9                | 8,7                           | 3,5   | 0,1   | 7,0  |
| Mai        | -  | -                  | -                      | -     | -     | -                       | 6,5                                     | 6,9                             | 4,0                | 8,7                           | 3,2   | 0,2   | 6,1  |
| Juni       | -  | -                  | -                      | -     | -     | -                       | 5,7                                     | 6,6                             | 3,0                | 7,9                           | 3,3   | 0,0   | 5,5  |
| Juli       | -  | -                  | -                      | -     | -     | -                       | 5,9                                     | 6,7                             | 3,2                | 6,8                           | 3,3   | -0,3  | 5,3  |
| Aug.       | -  | -                  | -                      | -     | -     | -                       | 6,4                                     | 6,8                             | 3,7                | 6,7                           | 3,2   | 0,1   | 5,2  |
| Sept.      | -  | -                  | -                      | -     | -     | -                       | .                                       | .                               | 3,7                | 6,7                           | 3,0   | .     | 4,3  |

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

|           | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt) |                    |                        |       |       |                         |   |                  |                                     | Wareneinfuhr <sup>1)</sup> |                 |                 |
|-----------|--|--------------------|------------------------|-------|-------|-------------------------|---|------------------|-------------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|
|           | Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex                                 |                    |                        |       |       |                         | Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup> |                  |                                     | Global                     | Industrieländer | Schwellenländer |
|           | Global <sup>2)</sup>   | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Japan | China | Nachrichtlich: Euroraum | Verarbeitendes Gewerbe                      | Dienstleistungen | Auftrags-eingänge im Exportgeschäft |                            |                 |                 |
|           | 1  | 2                  | 3                      | 4     | 5     | 6                       | 7   | 8                | 9                                   | 10                         | 11              | 12              |
| 2020      | 47,5   | 48,8               | 46,5                   | 42,4  | 51,4  | 44,0                    | 48,5  | 46,3             | 45,3                                | -4,1                       | -4,1            | -4,0            |
| 2021      | 54,9   | 59,6               | 55,9                   | 49,4  | 52,0  | 54,9                    | 53,7  | 55,2             | 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                                | 2,6                        | 4,3             | 0,9             |
| 2022 Q1   | 52,2   | 54,9               | 58,3                   | 48,7  | 48,0  | 54,2                    | 51,0  | 52,6             | 49,1                                | 0,8                        | 2,8             | -1,3            |
| Q2        | 51,6   | 54,0               | 55,0                   | 52,1  | 44,9  | 54,2                    | 50,2  | 52,1             | 48,8                                | -0,2                       | -0,2            | -0,2            |
| Q3        | 50,0   | 47,2               | 50,3                   | 50,2  | 51,8  | 49,0                    | 49,9  | 50,1             | 47,6                                | 0,6                        | -0,4            | 1,7             |
| Q4        | 48,4   | 46,5               | 48,5                   | 50,1  | 47,9  | 48,2                    | 48,7  | 48,3             | 47,0                                | -1,8                       | -1,9            | -1,7            |
| 2022 Juli | 50,9   | 47,7               | 52,1                   | 50,2  | 54,0  | 49,9                    | 50,7  | 51,0             | 48,6                                | 1,1                        | 0,6             | 1,8             |
| Aug.      | 49,3   | 44,6               | 49,6                   | 49,4  | 53,0  | 49,0                    | 49,8  | 49,1             | 47,5                                | 1,0                        | -0,4            | 2,5             |
| Sept.     | 49,9   | 49,5               | 49,1                   | 51,0  | 48,5  | 48,1                    | 49,1  | 50,1             | 46,5                                | 0,6                        | -0,4            | 1,7             |
| Okt.      | 49,3   | 48,3               | 48,2                   | 51,8  | 48,3  | 47,3                    | 49,5  | 49,2             | 47,3                                | -0,1                       | -0,8            | 0,7             |
| Nov.      | 48,0   | 46,4               | 48,2                   | 48,9  | 47,0  | 47,8                    | 48,1  | 47,9             | 47,0                                | -0,9                       | -1,4            | -0,4            |
| Dez.      | 47,9   | 45,0               | 49,0                   | 49,7  | 48,3  | 49,3                    | 48,6  | 47,7             | 46,7                                | -1,8                       | -1,9            | -1,7            |

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-<br>gesamt             | Inländische Verwendung |                                |                                       |                            |                                    |                       |  |               | Außenbeitrag <sup>1)</sup> |                       |         |
|  |                            | Zusam-<br>men          | Private<br>Konsum-<br>ausgaben | Konsum-<br>ausgaben<br>des<br>Staates | Bruttoanlageinvestitionen  |                                    |                       | Vorrats-<br>verände-<br>rungen <sup>2)</sup> | Zusam-<br>men | Exporte <sup>1)</sup>      | Importe <sup>1)</sup> |         |
|  |                            |                        |                                |                                       | Bau-<br>investi-<br>tionen | Ausrüstungs-<br>investi-<br>tionen | Geistiges<br>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               | 4 811,6 |
| 2021   | 12 475,1                   | 11 979,7               | 6 351,9                        | 2 737,3                               | 2 728,4                    | 1 390,4                            | 761,2                 | 570,3  | 162,0         | 495,4                      | 6 171,6               | 5 676,2 |
| 2022   | 13 491,9                   | 13 248,3               | 7 062,8                        | 2 899,4                               | 3 019,7                    | 1 561,8                            | 847,0                 | 603,7  | 266,5         | 243,6                      | 7 436,1               | 7 192,5 |
| 2022 Q3  | 3 390,3                    | 3 363,3                | 1 796,5                        | 727,6                                 | 767,6                      | 394,0                              | 217,6                 | 154,1  | 71,7          | 27,0                       | 1 918,5               | 1 891,5 |
| Q4   | 3 457,1                    | 3 382,0                | 1 826,1                        | 742,8                                 | 775,0                      | 398,4                              | 219,3                 | 155,5  | 38,0          | 75,1                       | 1 911,0               | 1 835,9 |
| 2023 Q1  | 3 525,4                    | 3 391,5                | 1 852,9                        | 740,4                                 | 784,1                      | 405,6                              | 223,5                 | 153,2  | 14,0          | 133,9                      | 1 901,9               | 1 767,9 |
| Q2   | 3 575,3                    | 3 433,1                | 1 869,9                        | 754,8                                 | 790,9                      | 407,0                              | 225,9                 | 156,1  | 17,5          | 142,2                      | 1 870,6               | 1 728,4 |
| <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>   |                            |                        |                                |                                       |                            |                                    |                       |  |               |                            |                       |         |
| 2022 Q3  | 0,3                        | 0,9                    | 1,0                            | -0,1                                  | 1,2                        | -0,9                               | 3,5                   | 3,0  | -             | -                          | 1,0                   | 2,2     |
| Q4   | 0,0                        | -0,5                   | -0,7                           | 0,5                                   | -0,2                       | -0,4                               | -0,7                  | 0,8  | -             | -                          | -0,1                  | -1,1    |
| 2023 Q1  | 0,0                        | -0,5                   | 0,2                            | -0,6                                  | 0,4                        | 0,9                                | 1,8                   | -2,5   | -             | -                          | 0,0                   | -1,1    |
| Q2   | 0,2                        | 0,6                    | 0,0                            | 0,4                                   | 0,1                        | -0,6                               | 0,1                   | 1,6  | -             | -                          | -0,9                  | -0,2    |
| <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     |
| 2022 Q3  | 2,4                        | 3,3                    | 2,2                            | 0,6                                   | 4,6                        | 0,8                                | 9,5                   | 7,3  | -             | -                          | 7,7                   | 10,2    |
| Q4   | 1,8                        | 1,1                    | 1,1                            | 0,7                                   | 0,9                        | -0,2                               | 7,1                   | -3,9   | -             | -                          | 4,6                   | 3,2     |
| 2023 Q1  | 1,2                        | 0,6                    | 1,3                            | -0,4                                  | 1,9                        | -1,0                               | 5,7                   | 3,7  | -             | -                          | 2,9                   | 1,9     |
| Q2   | 0,5                        | 0,5                    | 0,4                            | 0,2                                   | 1,4                        | -1,0                               | 4,7                   | 2,8  | -             | -                          | -0,2                  | -0,2    |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i> |                            |                        |                                |                                       |                            |                                    |                       |  |               |                            |                       |         |
| 2022 Q3  | 0,3                        | 0,9                    | 0,5                            | 0,0                                   | 0,2                        | -0,1                               | 0,2                   | 0,1  | 0,1           | -0,5                       | -                     | -       |
| Q4   | 0,0                        | -0,5                   | -0,4                           | 0,1                                   | -0,1                       | 0,0                                | 0,0                   | 0,0  | -0,1          | 0,4                        | -                     | -       |
| 2023 Q1  | 0,0                        | -0,5                   | 0,1                            | -0,1                                  | 0,1                        | 0,1                                | 0,1                   | -0,1   | -0,6          | 0,6                        | -                     | -       |
| Q2   | 0,2                        | 0,6                    | 0,0                            | 0,1                                   | 0,0                        | -0,1                               | 0,0                   | 0,1  | 0,5           | -0,4                       | -                     | -       |
| <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                            | 0,4                                   | 0,6                        | 0,2                                | 0,3                   | 0,1  | 0,3           | 0,0                        | -                     | -       |
| 2022 Q3  | 2,4                        | 3,2                    | 1,2                            | 0,1                                   | 1,0                        | 0,1                                | 0,6                   | 0,3  | 0,9           | -0,8                       | -                     | -       |
| Q4   | 1,8                        | 1,0                    | 0,6                            | 0,1                                   | 0,2                        | 0,0                                | 0,4                   | -0,2   | 0,1           | 0,8                        | -                     | -       |
| 2023 Q1  | 1,2                        | 0,6                    | 0,7                            | -0,1                                  | 0,4                        | -0,1                               | 0,4                   | 0,2  | -0,4          | 0,5                        | -                     | -       |
| Q2   | 0,5                        | 0,5                    | 0,2                            | 0,0                                   | 0,3                        | -0,1                               | 0,3                   | 0,1  | -0,1          | 0,0                        | -                     | -       |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

|  | Bruttowertschöpfung (Herstellpreise) |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   | Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|--|------------|--|-------------------------------|---|--------------------------------|--|--|---|--|
|  | Insgesamt                            | Land- und Forstwirtschaft, Fischerei | Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft | Baugewerbe | Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie | Information und Kommunikation | Finanz- und Versicherungsdienstleistungen | Grundstücks- und Wohnungswesen | Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen | Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen | Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen |  |
|  | 1                                    | 2                                    | 3  | 4          | 5  | 6                             | 7   | 8                              | 9  | 10   | 11  | 12                                       |
| <i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>   |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| 2020   | 10 378,7                             | 175,2                                | 2 009,2  | 549,4      | 1 807,4  | 546,9                         | 486,6                                     | 1 210,9                        | 1 203,5  | 2 066,4  | 323,2   | 1 138,5                                  |
| 2021   | 11 191,9                             | 186,6                                | 2 220,3  | 594,6      | 2 021,6  | 598,5                         | 515,1                                     | 1 247,2                        | 1 297,7  | 2 173,0  | 337,6   | 1 283,1                                  |
| 2022   | 12 152,7                             | 213,2                                | 2 456,7  | 655,3      | 2 330,1  | 633,3                         | 523,5                                     | 1 304,0                        | 1 396,7  | 2 269,6  | 370,4   | 1 339,2                                  |
| 2022 Q3  | 3 055,6                              | 54,8                                 | 614,3  | 164,6      | 593,8  | 160,0                         | 130,1                                     | 325,6                          | 350,7  | 568,2  | 93,3  | 334,7                                    |
| Q4   | 3 133,8                              | 55,7                                 | 639,0  | 169,2      | 600,6  | 161,5                         | 138,2                                     | 335,6                          | 360,1  | 579,8  | 94,1  | 323,3                                    |
| 2023 Q1  | 3 198,9                              | 56,0                                 | 664,2  | 178,1      | 604,8  | 164,2                         | 144,1                                     | 344,4                          | 364,9  | 581,5  | 96,6  | 326,6                                    |
| Q2   | 3 236,7                              | 54,0                                 | 664,9  | 180,4      | 612,7  | 167,8                         | 148,9                                     | 349,0                          | 370,6  | 590,1  | 98,2  | 338,6                                    |
| <i>In % der Wertschöpfung</i>  |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| 2022   | 100,0                                | 1,8                                  | 20,2   | 5,4        | 19,2   | 5,2                           | 4,3                                       | 10,7                           | 11,5   | 18,7   | 3,0   | -  |
| <i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>  |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| <i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>   |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| 2022 Q3  | 0,5                                  | -0,5                                 | 0,5  | -1,2       | 0,6  | 1,8                           | 0,1                                       | 0,2                            | 0,4  | 0,5  | 1,7   | -0,7                                     |
| Q4   | 0,0                                  | 0,3                                  | -0,1   | -0,1       | -0,7   | 0,4                           | 0,3                                       | 0,2                            | 0,4  | 0,3  | -1,2  | -0,1                                     |
| 2023 Q1  | 0,1                                  | 0,8                                  | -1,1   | 2,0        | 0,1  | 1,2                           | -0,4                                      | 0,9                            | 0,3  | -0,1   | 1,9   | -0,7                                     |
| Q2   | 0,0                                  | -0,2                                 | -0,3   | -0,6       | -0,3   | 1,2                           | 0,5                                       | -0,2                           | 0,4  | 0,1  | 0,6   | 1,5                                      |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>  |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| 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                                  | 8,8  | 2,9        | 7,9  | 9,3                           | 5,5                                       | 1,9                            | 6,6  | 3,5  | 4,3   | 7,1                                      |
| 2022   | 3,5                                  | -3,2                                 | 1,3  | 1,1        | 7,5  | 5,8                           | 0,1                                       | 2,3                            | 4,7  | 1,9  | 11,9  | 2,5                                      |
| 2022 Q3  | 2,6                                  | -4,1                                 | 1,7  | 0,4        | 4,4  | 7,2                           | -0,5                                      | 2,0                            | 3,8  | 1,4  | 7,1   | 0,3                                      |
| Q4   | 2,1                                  | -3,1                                 | 1,5  | -0,5       | 2,8  | 4,2                           | 0,3                                       | 1,7                            | 3,0  | 2,0  | 7,4   | -0,9                                     |
| 2023 Q1  | 1,6                                  | -0,3                                 | -0,2   | 0,7        | 2,3  | 5,3                           | 0,1                                       | 1,9                            | 2,0  | 1,3  | 6,5   | -2,5                                     |
| Q2   | 0,6                                  | 0,3                                  | -0,9   | 0,1        | -0,3   | 4,7                           | 0,5                                       | 1,1                            | 1,5  | 0,9  | 3,1   | -0,1                                     |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i> |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| 2022 Q3  | 0,5                                  | 0,0                                  | 0,1  | -0,1       | 0,1  | 0,1                           | 0,0                                       | 0,0                            | 0,0  | 0,1  | 0,1   | -  |
| Q4   | 0,0                                  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0        | -0,1   | 0,0                           | 0,0                                       | 0,0                            | 0,0  | 0,1  | 0,0   | -  |
| 2023 Q1  | 0,1                                  | 0,0                                  | -0,2   | 0,1        | 0,0  | 0,1                           | 0,0                                       | 0,1                            | 0,0  | 0,0  | 0,1   | -  |
| Q2   | 0,0                                  | 0,0                                  | -0,1   | 0,0        | -0,1   | 0,1                           | 0,0                                       | 0,0                            | 0,0  | 0,0  | 0,0   | -  |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>    |                                      |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |  |
| 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 Q3  | 2,6                                  | -0,1                                 | 0,3  | 0,0        | 0,8  | 0,4                           | 0,0                                       | 0,2                            | 0,4  | 0,3  | 0,2   | -  |
| Q4   | 2,1                                  | -0,1                                 | 0,3  | 0,0        | 0,5  | 0,2                           | 0,0                                       | 0,2                            | 0,4  | 0,4  | 0,2   | -  |
| 2023 Q1  | 1,6                                  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0        | 0,4  | 0,3                           | 0,0                                       | 0,2                            | 0,2  | 0,2  | 0,2   | -  |
| Q2   | 0,6                                  | 0,0                                  | -0,2   | 0,0        | 0,0  | 0,2                           | 0,0                                       | 0,1                            | 0,2  | 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>                    |           |                               |                |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |
| 2020                                    | 100,0     | 86,0                          | 14,0           | 3,0                                  | 14,6   | 6,2        | 24,4   | 3,0                           | 2,4                                       | 1,0                            | 13,8   | 24,8   | 6,6   |
| 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   |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>   |           |                               |                |                                      |  |            |  |                               |   |                                |  |  |   |
| 2020                                    | -1,4      | -1,5                          | -1,1           | -2,5                                 | -1,9   | 0,7        | -3,9   | 1,9                           | 0,4                                       | 0,7                            | -2,0   | 1,0  | -3,0  |
| 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   |
| 2022 Q3                                 | 1,8       | 1,9                           | 1,4            | -1,2                                 | 1,2  | 3,2        | 2,0  | 6,3                           | -0,3                                      | 3,7                            | 2,5  | 1,5  | 0,5   |
| Q4                                      | 1,5       | 1,6                           | 0,8            | -1,3                                 | 1,0  | 2,1        | 1,8  | 4,6                           | 0,5                                       | 3,2                            | 2,0  | 1,3  | 0,9   |
| 2023 Q1                                 | 1,6       | 1,6                           | 1,4            | -1,5                                 | 1,2  | 1,5        | 2,2  | 4,5                           | 1,2                                       | 2,6                            | 2,0  | 1,2  | 1,0   |
| Q2                                      | 1,3       | 1,3                           | 1,4            | -2,3                                 | 1,0  | 0,6        | 1,9  | 3,7                           | 1,1                                       | 2,8                            | 2,0  | 1,1  | 0,2   |
| <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  | 0,6  | 5,8   |
| 2022 Q3                                 | 2,6       | 2,8                           | 1,4            | -1,2                                 | 1,8  | 3,4        | 3,5  | 7,5                           | 0,5                                       | 5,0                            | 3,5  | 1,2  | 2,3   |
| Q4                                      | 2,1       | 2,2                           | 1,9            | -1,2                                 | 1,1  | 3,0        | 3,1  | 4,9                           | 1,3                                       | 3,8                            | 2,9  | 1,0  | 2,6   |
| 2023 Q1                                 | 2,0       | 2,3                           | 0,6            | -1,1                                 | 1,7  | 1,4        | 3,0  | 4,1                           | 1,4                                       | 2,1                            | 2,3  | 1,3  | 2,1   |
| Q2                                      | 1,4       | 1,6                           | 0,9            | -2,8                                 | 1,2  | 1,0        | 1,7  | 3,6                           | 1,4                                       | 2,2                            | 2,2  | 1,5  | 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 Q3                                 | 0,8       | 1,0                           | 0,0            | 0,1                                  | 0,6  | 0,2        | 1,5  | 1,1                           | 0,9                                       | 1,3                            | 1,1  | -0,2   | 1,8   |
| Q4                                      | 0,6       | 0,5                           | 1,1            | 0,1                                  | 0,2  | 0,8        | 1,3  | 0,3                           | 0,8                                       | 0,6                            | 0,9  | -0,3   | 1,7   |
| 2023 Q1                                 | 0,4       | 0,7                           | -0,8           | 0,4                                  | 0,4  | -0,1       | 0,8  | -0,4                          | 0,3                                       | -0,5                           | 0,3  | 0,1  | 1,1   |
| Q2                                      | 0,1       | 0,2                           | -0,4           | -0,4                                 | 0,2  | 0,5        | -0,1   | -0,1                          | 0,3                                       | -0,6                           | 0,1  | 0,4  | 0,7   |

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-<br>personen<br>in Mio. | Unter-<br>beschäfti-<br>gung<br>in % der<br>Erwerbs-<br>personen | Arbeitslosigkeit <sup>1)</sup> |  |  |            |                                  |             |                                  |                 |                                  |         |                                  | Vakanz-<br>quote <sup>3)</sup> |
|-------------------------|---------------------------------|--|--------------------------------|--|--|------------|----------------------------------|-------------|----------------------------------|-----------------|----------------------------------|---------|----------------------------------|--------------------------------|
|                         |                                 |  | Insgesamt                      |  | Langzeit-<br>arbeitslose<br>in % der<br>Erwerbs-<br>personen <sup>2)</sup> | Nach Alter |                                  |             |                                  | Nach Geschlecht |                                  |         |                                  |                                |
|                         |                                 |  | In Mio.                        | In %<br>der Er-<br>werbs-<br>perso-<br>nen |  | Erwachsene |                                  | Jugendliche |                                  | Männer          |                                  | Frauen  |                                  |                                |
|                         |                                 |  |                                |  |  | In Mio.    | In % der<br>Erwerbs-<br>personen | In Mio.     | In % der<br>Erwerbs-<br>personen | In Mio.         | In % der<br>Erwerbs-<br>personen | In Mio. | In % der<br>Erwerbs-<br>personen |                                |
| 1                       | 2                               | 3  | 4                              | 5  | 6  | 7          | 8                                | 9           | 10                               | 11              | 12                               | 13      | 14                               |                                |
| Gewichte<br>in % (2020) |                                 |  | 100,0                          |  |  | 80,1       |                                  | 19,9        |                                  | 51,2            |                                  | 48,8    |                                  |                                |
| 2020                    | 162,758                         | 3,5  | 12,964                         | 8,0  | 3,0  | 10,381     | 7,0                              | 2,584       | 18,2                             | 6,644           | 7,6                              | 6,320   | 8,3                              | 1,8                            |
| 2021                    | 165,051                         | 3,4  | 12,787                         | 7,8  | 3,2  | 10,303     | 6,9                              | 2,483       | 16,9                             | 6,517           | 7,4                              | 6,270   | 8,1                              | 2,4                            |
| 2022                    | 167,815                         | 3,1  | 11,338                         | 6,8  | 2,7  | 9,080      | 6,0                              | 2,259       | 14,6                             | 5,687           | 6,4                              | 5,651   | 7,2                              | 3,1                            |
| 2022 Q3                 | 167,984                         | 3,0  | 11,431                         | 6,8  | 2,5  | 9,062      | 5,9                              | 2,370       | 15,2                             | 5,747           | 6,4                              | 5,684   | 7,2                              | 3,1                            |
| Q4                      | 168,610                         | 3,0  | 11,205                         | 6,6  | 2,5  | 8,947      | 5,9                              | 2,258       | 14,4                             | 5,592           | 6,2                              | 5,613   | 7,1                              | 3,1                            |
| 2023 Q1                 | 169,441                         | 3,0  | 11,102                         | 6,6  | 2,5  | 8,909      | 5,8                              | 2,193       | 13,9                             | 5,580           | 6,2                              | 5,522   | 7,0                              | 3,1                            |
| Q2                      | 169,791                         | 3,0  | 10,962                         | 6,5  | 2,3  | 8,714      | 5,7                              | 2,248       | 14,1                             | 5,532           | 6,1                              | 5,430   | 6,8                              | 3,0                            |
| 2023 März               | -                               | -  | 11,069                         | 6,5  | -  | 8,860      | 5,8                              | 2,209       | 14,0                             | 5,569           | 6,2                              | 5,501   | 6,9                              | -                              |
| April                   | -                               | -  | 11,037                         | 6,5  | -  | 8,824      | 5,7                              | 2,213       | 13,9                             | 5,563           | 6,2                              | 5,475   | 6,9                              | -                              |
| Mai                     | -                               | -  | 10,963                         | 6,5  | -  | 8,729      | 5,7                              | 2,234       | 14,0                             | 5,513           | 6,1                              | 5,450   | 6,8                              | -                              |
| Juni                    | -                               | -  | 10,874                         | 6,4  | -  | 8,678      | 5,6                              | 2,196       | 13,8                             | 5,510           | 6,1                              | 5,364   | 6,7                              | -                              |
| Juli                    | -                               | -  | 10,963                         | 6,5  | -  | 8,744      | 5,7                              | 2,218       | 13,9                             | 5,569           | 6,2                              | 5,394   | 6,8                              | -                              |
| Aug.                    | -                               | -  | 10,856                         | 6,4  | -  | 8,662      | 5,6                              | 2,194       | 13,8                             | 5,514           | 6,1                              | 5,342   | 6,7                              | -                              |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, traten technische Probleme auf. Daher umfassen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind. Vielmehr basieren diese Daten auf einer größeren Stichprobe, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und umfassen die Wirtschaftszweige Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Organisationen und Körperschaften).

### 2.5 Konjunkturstatistiken

|   | Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe |                                |                            |                             |                  |         | Produktion im<br>Bau-<br>gewerbe | Einzelhandelsumsätze |  |                   |                  | Produktion im Dienst-<br>leistungs-<br>sektor <sup>1)</sup> | Pkw-<br>Neuzulas-<br>sungen |
|---|--|--------------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------|---------|----------------------------------|----------------------|--|-------------------|------------------|---|-----------------------------|
|   | Insgesamt  | Hauptgruppen                   |                            |                             |                  |         |                                  | Ins-<br>gesamt       | Nahrungs-<br>mittel,<br>Getränke,<br>Tabak-<br>waren | Sonstige<br>Waren | Kraft-<br>stoffe |   |                             |
|   |  | Verarbei-<br>tendes<br>Gewerbe | Vorlei-<br>tungs-<br>güter | Investi-<br>tions-<br>güter | Konsum-<br>güter | Energie |                                  |                      |  |                   |                  |   |                             |
| 1   | 2  | 3                              | 4                          | 5                           | 6                | 7       | 8                                | 9                    | 10   | 11                | 12               | 13  |                             |
| Gewichte<br>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 %                    |  |                                |                            |                             |                  |         |                                  |                      |  |                   |                  |   |                             |
| 2020  | -7,7   | -8,2                           | -7,2                       | -11,2                       | -4,3             | -4,4    | -5,3                             | -0,8                 | 3,7  | -2,3              | -14,4            | -9,8  | -24,3                       |
| 2021  | 8,9  | 9,8                            | 9,6                        | 11,7                        | 8,1              | 1,4     | 6,0                              | 5,1                  | 0,9  | 7,8               | 9,6              | 8,1   | -2,9                        |
| 2022  | 2,3  | 3,0                            | -1,3                       | 5,5                         | 5,4              | -3,7    | 2,4                              | 0,7                  | -2,7   | 2,5               | 6,3              | 10,0  | -4,3                        |
| 2022 Q1   | 1,6  | 2,1                            | 1,0                        | 0,3                         | 6,3              | -1,4    | 6,1                              | 6,0                  | -1,5   | 11,4              | 12,4             | 12,4  | -12,3                       |
| Q2  | 2,0  | 2,6                            | -0,3                       | 4,5                         | 3,3              | -1,8    | 2,7                              | 1,1                  | -2,8   | 3,2               | 7,5              | 13,3  | -16,2                       |
| Q3  | 3,4  | 4,0                            | -1,7                       | 9,9                         | 3,1              | -1,7    | 0,8                              | -0,6                 | -1,5   | -0,7              | 3,0              | 9,1   | 1,5                         |
| Q4  | 2,1  | 3,5                            | -4,4                       | 7,2                         | 8,9              | -9,3    | 0,3                              | -2,8                 | -5,1   | -1,9              | 3,4              | 6,3   | 15,3                        |
| 2023 April  | -0,1   | 0,8                            | -6,2                       | 8,5                         | -0,8             | -8,1    | 0,3                              | -2,8                 | -4,4   | -1,3              | -2,3             | 4,7   | 19,4                        |
| Mai   | -2,3   | -1,9                           | -5,6                       | 2,5                         | -3,0             | -6,7    | 0,3                              | -2,1                 | -2,7   | -1,5              | -1,1             | 6,5   | 20,3                        |
| Juni  | -1,0   | -0,4                           | -6,3                       | 4,9                         | -0,4             | -7,3    | -0,6                             | -0,8                 | -2,6   | 0,7               | -1,0             | 5,0   | 19,0                        |
| Juli  | -2,2   | -1,9                           | -5,1                       | 0,5                         | -1,1             | -6,0    | 1,2                              | -1,0                 | -2,2   | 1,0               | -2,3             | 5,1   | 16,5                        |
| Aug.  | -5,1   | -4,9                           | -5,2                       | -7,0                        | -2,0             | -6,3    | -0,1                             | -2,1                 | -3,2   | -0,2              | -7,7             | .   | 23,6                        |
| Sept.   | .  | .                              | .                          | .                           | .                | .       | .                                | .                    | .  | .                 | .                | .   | 8,8                         |
| Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt) |  |                                |                            |                             |                  |         |                                  |                      |  |                   |                  |   |                             |
| 2023 April  | 1,2  | 1,6                            | -0,8                       | 13,0                        | -2,1             | -0,1    | -0,4                             | 0,0                  | 0,4  | 0,3               | -2,2             | -0,2  | -1,3                        |
| Mai   | 0,0  | 0,1                            | 0,4                        | 0,7                         | 0,2              | -2,1    | 0,4                              | 0,4                  | 0,4  | 0,5               | 0,6              | 3,0   | -0,4                        |
| Juni  | 0,1  | 1,2                            | -1,0                       | 0,0                         | -1,2             | 0,4     | -1,2                             | 0,0                  | 0,1  | 0,2               | -0,3             | -1,2  | 2,4                         |
| Juli  | -1,3   | -4,0                           | 0,2                        | -3,1                        | 0,7              | 1,2     | 1,0                              | -0,1                 | 0,0  | 0,2               | -0,6             | 0,3   | 3,6                         |
| Aug.  | 0,6  | 0,2                            | -0,3                       | 0,3                         | 0,7              | -0,9    | -1,1                             | -1,2                 | -1,2   | -0,9              | -3,0             | .   | 4,5                         |
| Sept.   | .  | .                              | .                          | .                           | .                | .       | .                                | .                    | .  | .                 | .                | .   | 0,1                         |

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<br>(soweit nicht anders angegeben, Salden in %) |                                       |                             |   |  |  |   | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex<br>(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  |  |
| 1999-20  | 99,7  | -4,3                                  | 80,7                        | -10,7                                   | -12,4                                  | -7,0                                     | 7,3   | -  | 51,4   | 52,5                                 | 52,7  | 52,6                                     |
| 2020     | 88,1  | -13,2                                 | 74,3                        | -14,2                                   | -7,0                                   | -12,6                                    | -15,9   | 86,3   | 48,6   | 48,0                                 | 42,5  | 44,0                                     |
| 2021     | 110,7   | 9,4                                   | 81,8                        | -7,4                                    | 4,2                                    | -1,8                                     | 8,3   | 87,7   | 60,2   | 58,3                                 | 53,6  | 54,9                                     |
| 2022     | 101,9   | 4,8                                   | 82,0                        | -21,9                                   | 5,2                                    | -3,8                                     | 9,3   | 90,1   | 52,1   | 49,3                                 | 52,1  | 51,4                                     |
| 2022 Q4  | 95,3  | -1,0                                  | 81,4                        | -24,5                                   | 3,2                                    | -4,8                                     | 5,0   | 90,4   | 47,1   | 45,9                                 | 49,0  | 48,2                                     |
| 2023 Q1  | 99,2  | 0,0                                   | 81,3                        | -19,7                                   | 1,2                                    | -1,0                                     | 9,4   | 90,0   | 48,2   | 49,8                                 | 52,8  | 52,0                                     |
| Q2       | 96,9  | -5,1                                  | 80,7                        | -17,0                                   | -0,8                                   | -4,1                                     | 7,4   | 90,2   | 44,7   | 46,4                                 | 54,5  | 52,3                                     |
| Q3       | 93,8  | -9,3                                  | .                           | -16,3                                   | -5,1                                   | -5,1                                     | 4,6   | .  | 43,2   | 43,1                                 | 49,2  | 47,5                                     |
| 2023 Mai | 96,4  | -5,2                                  | .                           | -17,4                                   | -0,4                                   | -5,3                                     | 7,0   | .  | 44,8   | 46,4                                 | 55,1  | 52,8                                     |
| Juni     | 95,3  | -7,1                                  | .                           | -16,1                                   | -2,7                                   | -5,9                                     | 5,7   | .  | 43,4   | 44,2                                 | 52,0  | 49,9                                     |
| Juli     | 94,6  | -9,1                                  | 80,2                        | -15,1                                   | -3,7                                   | -4,5                                     | 5,4   | 90,6   | 42,7   | 42,7                                 | 50,9  | 48,6                                     |
| Aug.     | 93,6  | -9,9                                  | .                           | -16,0                                   | -5,4                                   | -5,1                                     | 4,3   | .  | 43,5   | 43,4                                 | 47,9  | 46,7                                     |
| Sept     | 93,3  | -9,0                                  | .                           | -17,8                                   | -6,2                                   | -5,7                                     | 4,0   | .  | 43,4   | 43,1                                 | 48,7  | 47,2                                     |
| Okt.     | .   | .                                     | .                           | -17,9                                   | .                                      | .  | .   | .  | 43,0   | 43,1                                 | 47,8  | 46,5                                     |

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                           | -0,1                             | 4,2                  | -1,5                          | 5,6                        | 4,9                | 45,8                                   | 24,6               | 78,6                           | 3,7                  | -11,9                         | 2,5          |
| 2021    | 17,5  | 95,2                           | 2,0                              | 3,7                  | 19,3                          | 8,4                        | 8,8                | 49,1                                   | 27,1               | 76,1                           | 5,5                  | 9,8                           | 3,4          |
| 2022    | 13,5  | 92,9                           | -0,3                             | 2,5                  | 11,6                          | 1,4                        | 7,0                | 48,9                                   | 24,8               | 71,7                           | 3,0                  | 8,7                           | 2,0          |
| 2022 Q3 | 13,9  | 94,3                           | -0,4                             | 2,7                  | 9,6                           | 3,0                        | 9,3                | 49,2                                   | 25,2               | 73,7                           | 4,2                  | 23,7                          | 2,9          |
| Q4      | 13,5  | 92,9                           | -0,7                             | 2,5                  | 7,4                           | 1,4                        | 7,0                | 48,9                                   | 24,8               | 71,7                           | 3,0                  | -0,4                          | 2,0          |
| 2023 Q1 | 13,4  | 91,0                           | 1,0                              | 2,4                  | 7,0                           | 2,7                        | 5,5                | 48,5                                   | 24,8               | 69,8                           | 2,4                  | -1,7                          | 1,4          |
| Q2      | 13,7  | 89,5                           | 1,2                              | 2,1                  | 2,5                           | 4,3                        | 4,4                | 48,0                                   | 24,6               | 68,8                           | 1,7                  | 17,3                          | 0,9          |

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-nahmen                             | Ausgaben |
|   | Ein-nahmen      | Ausgaben | Saldo | Ein-nahmen  | Ausgaben | Ein-nahmen       | Ausgaben | Ein-nahmen      | Ausgaben | Ein-nahmen        | Ausgaben |  |          |
| 1   | 2               | 3        | 4     | 5           | 6        | 7                | 8        | 9               | 10       | 11                | 12       | 13                                     |          |
| 2022 Q3   | 1 372,8         | 1 438,1  | -65,4 | 760,6       | 814,0    | 321,1            | 297,4    | 248,3           | 238,6    | 42,8              | 88,0     | 25,7                                   | 11,2     |
| Q4  | 1 377,4         | 1 384,8  | -7,4  | 755,1       | 756,4    | 313,0            | 268,8    | 266,1           | 277,0    | 43,2              | 82,5     | 58,8                                   | 34,0     |
| 2023 Q1   | 1 390,3         | 1 352,7  | 37,6  | 752,5       | 697,3    | 324,0            | 299,2    | 273,2           | 281,1    | 40,6              | 75,1     | 36,0                                   | 30,9     |
| Q2  | 1 394,1         | 1 332,8  | 61,3  | 721,6       | 668,0    | 326,9            | 294,8    | 301,9           | 285,0    | 43,7              | 85,0     | 25,2                                   | 21,3     |
| 2023 März   | 468,6           | 451,4    | 17,2  | 255,6       | 225,4    | 108,7            | 105,0    | 91,7            | 94,4     | 12,6              | 26,7     | 17,6                                   | 13,1     |
| April   | 444,3           | 435,8    | 8,5   | 225,7       | 216,4    | 107,3            | 99,4     | 97,2            | 91,5     | 14,1              | 28,5     | 7,1                                    | 8,0      |
| Mai   | 470,7           | 455,0    | 15,7  | 244,2       | 229,4    | 110,2            | 99,2     | 100,9           | 98,6     | 15,4              | 27,7     | 5,8                                    | 6,4      |
| Juni  | 479,1           | 442,0    | 37,0  | 251,6       | 222,2    | 109,3            | 96,2     | 103,9           | 94,9     | 14,3              | 28,7     | 12,2                                   | 7,0      |
| Juli  | 443,0           | 422,0    | 21,0  | 232,4       | 207,5    | 102,7            | 93,0     | 94,1            | 93,4     | 13,8              | 28,0     | 7,9                                    | 6,1      |
| Aug.  | 471,1           | 443,4    | 27,7  | 251,9       | 217,0    | 105,6            | 99,4     | 99,7            | 99,9     | 13,9              | 27,2     | 8,4                                    | 4,4      |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>              |                 |          |       |             |          |                  |          |                 |          |                   |          |  |          |
| 2023 Aug.   | 5 538,9         | 5 412,8  | 126,1 | 2 971,3     | 2 816,8  | 1 279,4          | 1 155,7  | 1 119,2         | 1 114,1  | 169,0             | 326,2    | 148,5                                  | 101,0    |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i> |                 |          |       |             |          |                  |          |                 |          |                   |          |  |          |
| 2023 Aug.   | 39,7            | 38,8     | 0,9   | 21,3        | 20,2     | 9,2              | 8,3      | 8,0             | 8,0      | 1,2               | 2,3      | 1,1                                    | 0,7      |

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

|  | Insgesamt (nicht saisonbereinigt) |            | Warenausfuhren (fob) |                     |              |   |                    | Wareneinfuhren (cif) |              |                         |       |       |       |
|--|-----------------------------------|------------|----------------------|---------------------|--------------|---|--------------------|----------------------|--------------|-------------------------|-------|-------|-------|
|  | Aus-fuhren                        | Ein-fuhren | Zusammen             |                     |              | Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse | Zusammen           |                      |              | Nachrichtlich:          |       |       |       |
|  |                                   |            | Vorleistungs-güter   | Investi-tions-güter | Konsum-güter |   | Vorleistungs-güter | Investi-tions-güter  | Konsum-güter | Gewerbliche Erzeugnisse | Öl    |       |       |
| 1  | 2                                 | 3          | 4                    | 5                   | 6            | 7                                       | 8                  | 9                    | 10           | 11                      | 12    | 13    |       |
| <i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>           |                                   |            |                      |                     |              |   |                    |                      |              |                         |       |       |       |
| 2022 Q3  | 20,2                              | 47,6       | 730,7                | 366,3               | 133,4        | 217,8                                   | 592,6              | 859,7                | 532,2        | 117,5                   | 169,4 | 535,6 | 108,0 |
| Q4   | 15,0                              | 20,2       | 734,1                | 362,0               | 139,5        | 221,5                                   | 605,6              | 798,7                | 482,5        | 114,4                   | 169,8 | 518,9 | 97,2  |
| 2023 Q1  | 8,7                               | 1,1        | 721,7                | 346,9               | 138,0        | 224,0                                   | 595,4              | 727,8                | 427,9        | 114,1                   | 161,4 | 502,9 | 78,5  |
| Q2   | -1,9                              | -13,6      | 708,0                | 331,2               | 143,5        | 216,6                                   | 587,1              | 706,8                | 409,5        | 113,2                   | 165,0 | 502,1 | 74,1  |
| 2023 März  | 7,7                               | -7,2       | 241,6                | 115,8               | 46,9         | 74,1                                    | 199,9              | 232,6                | 135,5        | 37,3                    | 53,3  | 165,1 | 24,0  |
| April  | -3,5                              | -11,8      | 233,3                | 109,6               | 47,2         | 71,9                                    | 193,5              | 240,9                | 141,0        | 37,8                    | 55,3  | 169,0 | 25,5  |
| Mai  | -2,3                              | -13,0      | 238,2                | 110,3               | 49,3         | 72,7                                    | 195,8              | 237,3                | 137,1        | 39,1                    | 55,6  | 169,2 | 24,1  |
| Juni   | 0,0                               | -15,9      | 236,4                | 111,3               | 46,9         | 72,0                                    | 197,8              | 228,6                | 131,4        | 36,3                    | 54,1  | 163,8 | 24,5  |
| Juli   | -2,9                              | -18,3      | 232,3                | 109,0               | 46,2         | 71,3                                    | 194,4              | 228,8                | 131,5        | 37,6                    | 54,0  | 164,5 | 26,7  |
| Aug.   | -3,9                              | -24,6      | 236,0                | .                   | .            | .                                       | 194,9              | 224,1                | .            | .                       | 54,0  | 160,0 | .     |
| <i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i> |                                   |            |                      |                     |              |   |                    |                      |              |                         |       |       |       |
| 2022 Q3  | 2,8                               | 14,8       | 106,7                | 104,8               | 106,1        | 114,8                                   | 106,4              | 124,0                | 121,8        | 123,9                   | 121,2 | 123,1 | 140,1 |
| Q4   | 1,6                               | 3,6        | 107,3                | 104,0               | 109,8        | 114,7                                   | 106,9              | 119,7                | 116,1        | 120,4                   | 121,8 | 120,7 | 145,0 |
| 2023 Q1  | 1,4                               | -0,7       | 106,2                | 102,1               | 105,8        | 117,0                                   | 105,8              | 115,8                | 112,9        | 120,5                   | 116,5 | 117,7 | 144,2 |
| Q2   | -2,9                              | -4,7       | 104,7                | 99,7                | 108,5        | 113,2                                   | 105,1              | 116,9                | 113,3        | 122,6                   | 118,7 | 119,9 | 157,8 |
| 2023 Febr.   | -0,6                              | -0,6       | 106,7                | 101,6               | 105,9        | 119,0                                   | 106,5              | 116,9                | 114,1        | 118,9                   | 117,8 | 118,4 | 144,7 |
| März   | 2,2                               | -5,1       | 106,2                | 102,7               | 107,4        | 115,4                                   | 106,4              | 112,7                | 109,6        | 119,7                   | 114,4 | 116,1 | 136,1 |
| April  | -6,2                              | -4,2       | 103,0                | 98,6                | 107,4        | 112,3                                   | 103,2              | 118,5                | 115,1        | 124,7                   | 119,3 | 121,4 | 159,2 |
| Mai  | -3,2                              | -4,3       | 106,4                | 100,3               | 111,3        | 114,5                                   | 106,8              | 118,4                | 113,9        | 126,2                   | 120,9 | 121,7 | 152,4 |
| Juni   | 0,5                               | -5,5       | 104,8                | 100,2               | 106,8        | 112,9                                   | 105,3              | 113,9                | 111,0        | 116,9                   | 115,8 | 116,7 | 161,9 |
| Juli   | -1,5                              | -5,2       | 102,6                | 99,6                | 104,3        | 110,0                                   | 102,5              | 116,0                | 112,7        | 120,5                   | 118,6 | 119,1 | 168,8 |

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

## 3 Preise und Kosten

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

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

|                      | Insgesamt              |   |      |      |       | Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup> |           |                             |                               |                                    |                                 |                  | Administrierte Preise                     |                       |
|----------------------|------------------------|---|------|------|-------|--|-----------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|------------------|---|-----------------------|
|                      | Index:<br>2015<br>=100 | Insgesamt                                 |      |      | Waren | 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 |      |      |       |  |           |                             |                               |                                    |                                 |                  |   |                       |
| 1                    | 2                      | 3   | 4    | 5    | 6     | 7  | 8         | 9                           | 10                            | 11                                 | 12                              | 13               |   |                       |
| Gewichte in % (2021) | 100,0                  | 100,0                                     | 68,7 | 58,2 | 41,8  | 100,0  | 16,7      | 5,1                         | 26,9                          | 9,5                                | 41,8                            | 86,7             | 13,3                                      |                       |
| 2020                 | 105,1                  | 0,3                                       | 0,7  | -0,4 | 1,0   | -  | -         | -                           | -                             | -                                  | -                               | 0,2              | 0,6                                       |                       |
| 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                                       |                       |
| 2022 Q4              | 120,8                  | 10,0                                      | 5,1  | 14,0 | 4,3   | 2,3  | 3,7       | 2,9                         | 1,4                           | 4,6                                | 1,5                             | 10,0             | 9,5                                       |                       |
| 2023 Q1              | 121,3                  | 8,0                                       | 5,5  | 10,3 | 4,7   | 0,8  | 3,3       | 2,7                         | 1,6                           | -6,0                               | 1,2                             | 8,1              | 7,3                                       |                       |
| Q2                   | 123,2                  | 6,2                                       | 5,5  | 6,8  | 5,2   | 0,6  | 1,8       | 0,8                         | 0,7                           | -4,3                               | 1,3                             | 6,1              | 6,8                                       |                       |
| Q3                   | 123,9                  | 5,0                                       | 5,1  | 4,5  | 5,3   | 1,0  | 1,2       | 1,3                         | 0,8                           | 1,3                                | 1,0                             | 5,0              | 4,5                                       |                       |
| 2023 April           | 123,1                  | 7,0                                       | 5,6  | 8,1  | 5,2   | 0,2  | 0,4       | -1,6                        | 0,2                           | -0,9                               | 0,6                             | 7,0              | 6,4                                       |                       |
| Mai                  | 123,2                  | 6,1                                       | 5,3  | 6,8  | 5,0   | -0,1   | 0,4       | -0,5                        | 0,2                           | -2,1                               | 0,1                             | 6,1              | 6,2                                       |                       |
| Juni                 | 123,5                  | 5,5                                       | 5,5  | 5,5  | 5,4   | 0,3  | 0,4       | 0,8                         | 0,2                           | -0,7                               | 0,5                             | 5,2              | 7,7                                       |                       |
| Juli                 | 123,4                  | 5,3                                       | 5,5  | 4,8  | 5,6   | 0,3  | 0,4       | 1,0                         | 0,3                           | -0,2                               | 0,3                             | 5,2              | 6,3                                       |                       |
| Aug.                 | 124,0                  | 5,2                                       | 5,3  | 4,9  | 5,5   | 0,5  | 0,4       | -0,2                        | 0,3                           | 3,3                                | 0,3                             | 5,3              | 5,2                                       |                       |
| Sept.                | 124,4                  | 4,3                                       | 4,5  | 4,0  | 4,7   | 0,3  | 0,4       | 0,3                         | 0,0                           | 1,5                                | 0,2                             | 4,6              | 2,2                                       |                       |

|                      | 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       |                |
| Gewichte in % (2021) | 21,8  | 16,7                        | 5,1                           | 36,4                  | 26,9                               | 9,5     | 12,2                     | 7,5     | 6,5                     | 2,7   | 11,4     | 9,0            |
| 2020                 | 2,3   | 1,8                         | 4,0                           | -1,8                  | 0,2                                | -6,8    | 1,4                      | 1,3     | 0,5                     | -0,6  | 1,0      | 1,4            |
| 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            |
| 2022 Q4              | 13,5  | 13,4                        | 13,7                          | 14,2                  | 6,2                                | 33,9    | 3,0                      | 2,1     | 5,6                     | -0,7  | 7,1      | 2,8            |
| 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            |
| 2023 April           | 13,5  | 14,6                        | 10,0                          | 5,2                   | 6,2                                | 2,3     | 3,6                      | 2,6     | 6,1                     | 0,4   | 7,7      | 4,0            |
| Mai                  | 12,5  | 13,4                        | 9,6                           | 3,7                   | 5,8                                | -1,8    | 3,7                      | 2,7     | 4,7                     | 0,7   | 7,6      | 4,1            |
| Juni                 | 11,6  | 12,4                        | 9,0                           | 2,2                   | 5,5                                | -5,6    | 3,7                      | 2,7     | 7,4                     | 0,0   | 7,2      | 4,3            |
| Juli                 | 10,8  | 11,3                        | 9,2                           | 1,6                   | 5,0                                | -6,1    | 3,7                      | 2,7     | 7,1                     | 0,0   | 7,5      | 4,3            |
| Aug.                 | 9,7   | 10,3                        | 7,8                           | 2,2                   | 4,7                                | -3,3    | 3,7                      | 2,8     | 6,2                     | 0,0   | 7,3      | 4,3            |
| 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            |

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, Mai 2016).

## 3 Preise und Kosten

### 3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

|                         | Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup> |           |                                       |               |                        |                        |               |  |                                  |         | Bauge-<br>werbe <sup>2)</sup> | Preise für<br>Wohn-<br>immobilien <sup>3)</sup> | Experimen-<br>teller<br>Indikator<br>der Preise<br>für gewerb-<br>liche Immo-<br>bilien <sup>3)</sup> |
|-------------------------|---|-----------|---------------------------------------|---------------|------------------------|------------------------|---------------|--|----------------------------------|---------|-------------------------------|---|---|
|                         | Insge-<br>samt<br>(Index:<br>2015 =<br>100)               | Insgesamt | Industrie ohne Baugewerbe und Energie |               |                        |                        |               |  |                                  | Energie |                               |   |   |
|                         |   |           | Verarbei-<br>tendes<br>Gewerbe        | Zu-<br>sammen | Vorlei-<br>stungsgüter | Investi-<br>tionsgüter | Konsumgüter   |  |                                  |         |                               |   |   |
|                         |   |           |                                       |               |                        |                        | Zu-<br>sammen | Nahrungs-<br>mittel,<br>Getränke und<br>Tabakwaren | Ohne<br>Nah-<br>rungs-<br>mittel |         |                               |   |   |
| 1                       | 2   | 3         | 4                                     | 5             | 6                      | 7                      | 8             | 9  | 10                               | 11      | 12                            | 13  |   |
| Gewichte<br>in % (2015) | 100,0   | 100,0     | 77,3                                  | 72,1          | 28,9                   | 20,7                   | 22,5          | 16,6   | 5,9                              | 27,9    |                               |   |   |
| 2020                    | 102,0   | -2,6      | -1,7                                  | -0,1          | -1,6                   | 0,9                    | 0,9           | 1,1  | 0,6                              | -9,7    | 1,7                           | 5,3   | 1,6   |
| 2021                    | 114,5   | 12,3      | 7,4                                   | 5,8           | 10,9                   | 2,5                    | 2,1           | 3,3  | 1,8                              | 32,2    | 5,6                           | 8,1   | 0,5   |
| 2022                    | 153,8   | 34,3      | 16,9                                  | 14,1          | 20,3                   | 7,2                    | 12,1          | 16,4   | 7,7                              | 85,2    | 11,5                          | 7,0   | 0,6   |
| 2022 Q3                 | 163,1   | 41,1      | 17,7                                  | 14,7          | 20,2                   | 7,7                    | 14,0          | 19,0   | 8,6                              | 107,8   | 11,9                          | 6,6   | 0,3   |
| Q4                      | 161,9   | 27,2      | 14,5                                  | 13,1          | 15,4                   | 7,6                    | 15,3          | 19,9   | 9,3                              | 56,1    | 11,6                          | 2,9   | -2,8  |
| 2023 Q1                 | 156,2   | 10,9      | 9,0                                   | 9,8           | 8,7                    | 7,2                    | 14,1          | 17,4   | 8,5                              | 11,5    | 10,2                          | 0,3   | -4,8  |
| Q2                      | 147,2   | -1,4      | 0,9                                   | 3,7           | -1,1                   | 5,7                    | 9,4           | 9,6  | 6,5                              | -13,1   | 7,0                           | .   | -10,0   |
| 2023 März               | 154,4   | 5,5       | 5,7                                   | 8,1           | 5,8                    | 6,7                    | 12,9          | 15,3   | 8,1                              | 0,0     | -                             | -   | -   |
| April                   | 149,3   | 0,9       | 3,1                                   | 5,1           | 1,2                    | 6,2                    | 10,6          | 11,3   | 7,2                              | -9,2    | -                             | -   | -   |
| Mai                     | 146,4   | -1,6      | 0,6                                   | 3,4           | -1,5                   | 5,7                    | 9,4           | 9,4  | 6,4                              | -13,5   | -                             | -   | -   |
| Juni                    | 145,8   | -3,4      | -1,1                                  | 2,5           | -2,8                   | 5,3                    | 8,4           | 8,1  | 5,8                              | -16,4   | -                             | -   | -   |
| Juli                    | 145,0   | -7,6      | -0,8                                  | 1,6           | -4,0                   | 4,7                    | 7,4           | 6,6  | 5,0                              | -24,2   | -                             | -   | -   |
| Aug.                    | 145,9   | -11,5     | 0,0                                   | 1,0           | -4,5                   | 4,3                    | 6,4           | 5,6  | 4,7                              | -30,6   | -                             | -   | -   |

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<br>(€/Barrel) | Rohstoffpreise ohne Energie (in €) |                       |                               |                          |                                  |  |                          |                                  |
|------------------|---|----------------|------------------------|-------------------------------------|---|-------------------------------------|------------------------|------------------------------------|-----------------------|-------------------------------|--------------------------|----------------------------------|--|--------------------------|----------------------------------|
|                  | Insge-<br>samt<br>(saison-<br>berei-<br>nigt;<br>Index:<br>2015 =<br>100) | Insge-<br>samt | Inländische Verwendung |                                     |   |                                     |                        | Exporte <sup>1)</sup>              | Importe <sup>1)</sup> | Importgewichtet <sup>2)</sup> |                          |                                  | Nach Verwendung<br>gewichtet <sup>2)</sup> |                          |                                  |
|                  |   |                | Zu-<br>sammen          | Private<br>Konsum-<br>ausga-<br>ben | Konsum-<br>ausga-<br>ben des<br>Staates | Brutto-<br>anlage-<br>investitionen |                        |                                    |                       | Ins-<br>gesamt                | Nah-<br>rungs-<br>mittel | Ohne<br>Nah-<br>rungs-<br>mittel | Ins-<br>gesamt                             | Nah-<br>rungs-<br>mittel | Ohne<br>Nah-<br>rungs-<br>mittel |
|                  |   |                |                        |                                     |   |                                     |                        |                                    |                       |                               |                          |                                  |  |                          |                                  |
| 1                | 2   | 3              | 4                      | 5                                   | 6                                       | 7                                   | 8                      | 9                                  | 10                    | 11                            | 12                       | 13                               | 14   | 15                       |                                  |
| Gewichte<br>in % |   |                |                        |                                     |   |                                     |                        |                                    | 100,0                 | 45,4                          | 54,6                     | 100,0                            | 50,4                                       | 49,6                     |                                  |
| 2020             | 107,3   | 1,8            | 1,3                    | 0,6                                 | 3,4                                     | 1,0                                 | -1,3                   | -2,7                               | 37,0                  | 1,5                           | 3,3                      | -0,2                             | -0,9                                       | -0,3                     | -1,7                             |
| 2021             | 109,7   | 2,2            | 2,9                    | 2,2                                 | 1,8                                     | 3,9                                 | 5,9                    | 7,9                                | 59,8                  | 29,6                          | 21,5                     | 37,1                             | 29,2                                       | 22,2                     | 37,0                             |
| 2022             | 114,8   | 4,6            | 6,8                    | 6,7                                 | 4,3                                     | 7,8                                 | 12,5                   | 17,6                               | 95,0                  | 18,4                          | 29,0                     | 9,6                              | 19,6                                       | 28,2                     | 10,9                             |
| 2022 Q4          | 117,4   | 5,6            | 6,8                    | 8,6                                 | 5,7                                     | 7,6                                 | 10,0                   | 12,8                               | 86,6                  | 5,4                           | 13,8                     | -2,1                             | 5,1  | 12,2                     | -2,7                             |
| 2023 Q1          | 119,7   | 6,2            | 5,5                    | 7,9                                 | 4,4                                     | 6,5                                 | 5,4                    | 3,8                                | 75,8                  | -10,3                         | -5,3                     | -14,6                            | -10,9                                      | -6,5                     | -15,6                            |
| Q2               | 121,2   | 6,2            | 4,1                    | 6,8                                 | 4,9                                     | 4,7                                 | 0,4                    | -3,8                               | 71,6                  | -18,0                         | -16,0                    | -19,9                            | -18,3                                      | -16,1                    | -20,8                            |
| Q3               | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 79,8                  | -14,0                         | -15,1                    | -12,9                            | -14,8                                      | -15,2                    | -14,3                            |
| 2023 April       | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 76,7                  | -19,2                         | -14,8                    | -23,3                            | -19,4                                      | -14,8                    | -24,4                            |
| Mai              | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 69,7                  | -19,1                         | -17,5                    | -20,6                            | -19,4                                      | -17,6                    | -21,4                            |
| Juni             | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 69,0                  | -15,5                         | -15,6                    | -15,4                            | -15,8                                      | -15,7                    | -16,0                            |
| Juli             | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 72,5                  | -13,5                         | -13,6                    | -13,4                            | -14,9                                      | -14,9                    | -15,0                            |
| Aug.             | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 78,8                  | -16,2                         | -16,8                    | -15,5                            | -16,6                                      | -16,2                    | -17,0                            |
| Sept.            | -   | -              | -                      | -                                   | -                                       | -                                   | -                      | -                                  | 88,1                  | -12,4                         | -14,9                    | -9,6                             | -13,0                                      | -14,7                    | -10,8                            |

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<br>der Europäischen Kommission (Salden in %) |              |                            |            |   | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex<br>(Diffusionsindizes) |                            |                             |                            |
|----------|--|--------------|----------------------------|------------|---|--|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|
|          | Verkaufspreiserwartungen<br>(für die kommenden 3 Monate)                       |              |                            |            | Verbraucher-<br>preistrends der<br>vergangenen<br>12 Monate | Inputpreise  |                            | Outputpreise                |                            |
|          | Verarbeiten-<br>des Gewerbe  | Einzelhandel | Dienstleis-<br>tungssektor | Baugewerbe |   | Verarbeiten-<br>des Gewerbe                              | Dienstleis-<br>tungssektor | Verarbeiten-<br>des Gewerbe | Dienstleis-<br>tungssektor |
| 1        | 2  | 3            | 4                          | 5          | 6   | 7  | 8                          | 9                           |                            |
| 1999-15  | 4,3  | 5,7          | -                          | -4,4       | 32,4  | 56,7   | 56,3                       | -                           | 49,7                       |
| 2020     | -0,3   | 2,0          | -0,6                       | -5,1       | 11,5  | 49,0   | 52,1                       | 48,7                        | 47,2                       |
| 2021     | 31,6   | 24,0         | 10,3                       | 19,7       | 30,4  | 84,0   | 61,9                       | 66,8                        | 53,4                       |
| 2022     | 48,4   | 52,9         | 27,2                       | 42,5       | 71,6  | 77,1   | 75,4                       | 69,6                        | 62,0                       |
| 2022 Q4  | 40,2   | 51,8         | 29,1                       | 41,7       | 78,1  | 65,8   | 74,3                       | 63,7                        | 62,0                       |
| 2023 Q1  | 23,7   | 43,5         | 26,0                       | 27,1       | 78,4  | 51,3   | 69,9                       | 57,8                        | 61,2                       |
| Q2       | 7,5  | 30,0         | 18,0                       | 11,8       | 76,9  | 41,6   | 64,3                       | 49,2                        | 58,0                       |
| Q3       | 3,4  | 22,3         | 16,0                       | 5,8        | 73,3  | 39,1   | 62,0                       | 45,7                        | 55,5                       |
| 2023 Mai | 6,5  | 30,0         | 18,6                       | 12,3       | 77,4  | 41,3   | 64,4                       | 49,0                        | 59,1                       |
| Juni     | 4,4  | 25,2         | 16,0                       | 7,7        | 74,9  | 39,5   | 61,3                       | 47,0                        | 56,3                       |
| Juli     | 3,4  | 23,2         | 16,4                       | 4,9        | 73,5  | 35,8   | 61,0                       | 45,0                        | 56,1                       |
| Aug.     | 3,1  | 22,8         | 16,5                       | 6,1        | 72,9  | 39,7   | 62,2                       | 46,2                        | 55,6                       |
| Sept.    | 3,6  | 20,9         | 15,3                       | 6,3        | 73,6  | 41,9   | 62,7                       | 45,8                        | 54,7                       |
| Okt.     | .  | .            | .                          | .          | .   | 42,2   | 62,2                       | 46,0                        | 54,3                       |

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

### 3.5 Arbeitskostenindizes

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

|                         | Insgesamt<br>(Index:<br>2016 = 100) | Insgesamt | Nach Komponenten             |                                   | Für ausgewählte Wirtschaftszweige   |   | Nachrichtlich:<br>Indikator der<br>Tarifverdienste <sup>1)</sup> |
|-------------------------|-------------------------------------|-----------|------------------------------|-----------------------------------|---|---|--|
|                         |                                     |           | Bruttolöhne<br>und -gehälter | Sozialbeiträge der<br>Arbeitgeber | Privatwirtschaft<br>(produzierendes<br>Gewerbe und<br>marktbestimmte<br>Dienstleistungen) | Nicht<br>marktbestimmte<br>Dienstleistungen |  |
|                         | 1                                   | 2         | 3                            | 4                                 | 5   | 6   | 7  |
| Gewichte<br>in % (2020) | 100,0                               | 100,0     | 75,3                         | 24,7                              | 69,0  | 31,0  |  |
| 2020                    | 100,0                               | 3,1       | 3,6                          | 1,5                               | 2,8   | 3,9   | 1,8  |
| 2021                    | 101,0                               | 1,0       | 1,1                          | 0,6                               | 0,9   | 1,2   | 1,3  |
| 2022                    | 105,7                               | 4,6       | 3,9                          | 6,9                               | 4,9   | 3,9   | 2,9  |
| 2022 Q3                 | 102,1                               | 3,3       | 2,6                          | 5,4                               | 3,6   | 3,0   | 3,0  |
| Q4                      | 114,2                               | 5,9       | 5,3                          | 7,9                               | 5,8   | 6,0   | 3,1  |
| 2023 Q1                 | 102,6                               | 5,2       | 4,9                          | 6,2                               | 5,6   | 4,4   | 4,4  |
| Q2                      | 113,8                               | 4,5       | 4,6                          | 4,0                               | 4,5   | 4,3   | 4,4  |

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<br>(Index:<br>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 Q3  | 114,1                             | 3,4       | 8,3                                  | 2,1  | 6,5          | 2,5  | 1,9                             | 3,0   | 6,0                                | 3,4  | 3,9  | -0,7  |
| Q4   | 116,5                             | 4,7       | 7,7                                  | 3,0  | 7,8          | 4,3  | 4,0                             | 3,3   | 4,2                                | 5,0  | 4,9  | -1,3  |
| 2023 Q1  | 118,9                             | 5,9       | 4,9                                  | 7,1  | 5,4          | 6,8  | 4,2                             | 6,0   | 4,5                                | 6,9  | 3,8  | 0,3   |
| Q2   | 119,7                             | 6,5       | 3,4                                  | 7,3  | 6,1          | 8,3  | 4,7                             | 5,3   | 5,4                                | 6,7  | 5,4  | 3,5   |
| <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 Q3  | 117,1                             | 4,0       | 5,2                                  | 2,7  | 3,7          | 4,9  | 2,8                             | 2,8   | 4,3                                | 4,8  | 3,8  | 5,8   |
| Q4   | 119,1                             | 5,0       | 5,7                                  | 3,5  | 5,0          | 5,4  | 3,6                             | 3,1   | 2,6                                | 6,1  | 5,6  | 5,0   |
| 2023 Q1  | 121,1                             | 5,5       | 6,1                                  | 5,6  | 4,5          | 6,9  | 5,0                             | 4,9   | 3,8                                | 7,0  | 3,9  | 5,8   |
| Q2   | 121,9                             | 5,6       | 6,3                                  | 5,2  | 5,5          | 6,0  | 5,8                             | 4,7   | 3,8                                | 6,2  | 5,2  | 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                                  | 8,8  | -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                             | 0,1   | -0,5                               | 1,7  | 0,3  | 10,3  |
| 2022 Q3  | 102,7                             | 0,6       | -2,9                                 | 0,5  | -2,7         | 2,4  | 0,8                             | -0,2  | -1,6                               | 1,3  | -0,1   | 6,6   |
| Q4   | 102,3                             | 0,3       | -1,8                                 | 0,5  | -2,6         | 1,0  | -0,4                            | -0,2  | -1,5                               | 1,0  | 0,7  | 6,5   |
| 2023 Q1  | 101,8                             | -0,4      | 1,2                                  | -1,4   | -0,8         | 0,1  | 0,8                             | -1,0  | -0,6                               | 0,0  | 0,1  | 5,5   |
| Q2   | 101,8                             | -0,8      | 2,8                                  | -2,0   | -0,5         | -2,1   | 1,0                             | -0,6  | -1,6                               | -0,5   | -0,2   | 2,8   |
| <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                                  | 3,9  | 4,4          | 1,9  | 3,2                             | 3,1   | 2,9                                | 3,9  | 4,8  | 3,4   |
| 2022 Q3  | 118,4                             | 3,0       | 5,7                                  | 2,0  | 3,3          | 2,9  | 1,7                             | 1,6   | 3,3                                | 3,1  | 4,0  | 4,2   |
| Q4   | 120,7                             | 4,5       | 7,2                                  | 3,3  | 4,3          | 3,9  | 3,5                             | 2,6   | 1,7                                | 5,2  | 6,0  | 3,8   |
| 2023 Q1  | 122,0                             | 4,8       | 5,1                                  | 5,1  | 4,4          | 5,5  | 5,2                             | 4,7   | 3,8                                | 6,2  | 3,7  | 4,7   |
| Q2   | 122,7                             | 5,4       | 6,7                                  | 4,9  | 5,2          | 6,1  | 5,6                             | 4,5   | 4,3                                | 6,0  | 4,8  | 5,2   |
| <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 Q3  | 104,9                             | -0,2      | -2,9                                 | -0,1   | -2,9         | 0,9  | -0,2                            | -1,1  | -2,8                               | 0,2  | 0,2  | 4,7   |
| Q4   | 104,5                             | -0,3      | -1,9                                 | 0,3  | -3,4         | -0,3   | -0,7                            | -0,9  | -2,0                               | 0,2  | 1,1  | 4,6   |
| 2023 Q1  | 103,7                             | -0,8      | 0,9                                  | -1,8   | -0,6         | -0,7   | 1,2                             | -1,3  | -0,2                               | -0,3   | 0,0  | 4,3   |
| Q2   | 103,6                             | -0,9      | 3,2                                  | -2,1   | -1,0         | -1,9   | 1,1                             | -0,9  | -1,0                               | -0,7   | -0,6   | 2,1   |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

|           | Euroraum <sup>1)</sup>      |                         |                          |                           |                           | Vereinigte Staaten | Japan |
|-----------|-----------------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------|-------|
|           | Euro Short-Term Rate (€STR) | Einmonatsgeld (EURIBOR) | Dreimonatsgeld (EURIBOR) | Sechsmonatsgeld (EURIBOR) | Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) | SOFR               | TONAR |
|           | 1                           | 2                       | 3                        | 4                         | 5                         | 6                  | 7     |
| 2020      | -0,55                       | -0,50                   | -0,43                    | -0,37                     | -0,31                     | 0,36               | -0,04 |
| 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 März | 2,57                        | 2,71                    | 2,91                     | 3,27                      | 3,65                      | 4,64               | -0,02 |
| April     | 2,90                        | 2,95                    | 3,17                     | 3,50                      | 3,74                      | 4,81               | -0,02 |
| Mai       | 3,08                        | 3,15                    | 3,37                     | 3,68                      | 3,86                      | 5,02               | -0,05 |
| Juni      | 3,24                        | 3,34                    | 3,54                     | 3,83                      | 4,01                      | 5,06               | -0,07 |
| Juli      | 3,40                        | 3,47                    | 3,67                     | 3,94                      | 4,15                      | 5,10               | -0,05 |
| 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 |

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe „General Notes“).

### 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 Jahr | 2 Jahre | 5 Jahre | 10 Jahre | 10 Jahre - 1 Jahr          | 10 Jahre - 1 Jahr  | 10 Jahre - 1 Jahr      | 1 Jahr                                | 2 Jahre | 5 Jahre | 10 Jahre |
| 1         | 2                          | 3      | 4       | 5       | 6        | 7                          | 8                  | 9                      | 10                                    | 11      | 12      |          |
| 2020      | -0,75                      | -0,76  | -0,77   | -0,72   | -0,57    | 0,19                       | 0,80               | 0,32                   | -0,77                                 | -0,77   | -0,60   | -0,24    |
| 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 März | 2,75                       | 2,80   | 2,62    | 2,35    | 2,41     | -0,39                      | -1,16              | -0,52                  | 2,67                                  | 2,25    | 2,27    | 2,58     |
| April     | 2,88                       | 2,94   | 2,68    | 2,37    | 2,44     | -0,50                      | -1,36              | -0,60                  | 2,74                                  | 2,20    | 2,30    | 2,65     |
| Mai       | 3,07                       | 3,02   | 2,64    | 2,29    | 2,38     | -0,63                      | -1,55              | -0,53                  | 2,65                                  | 2,02    | 2,23    | 2,65     |
| Juni      | 3,39                       | 3,45   | 3,12    | 2,58    | 2,51     | -0,94                      | -1,59              | -0,96                  | 3,21                                  | 2,45    | 2,25    | 2,56     |
| Juli      | 3,48                       | 3,42   | 3,02    | 2,53    | 2,54     | -0,87                      | -1,43              | -0,86                  | 3,04                                  | 2,31    | 2,33    | 2,70     |
| 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     |

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe „General Notes“).

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

### 4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

|           | Dow Jones Euro STOXX |               |               |                                   |             |                  |              |           |             |                        |                   |                  | Vereinigte Staaten    | Japan      |
|-----------|----------------------|---------------|---------------|-----------------------------------|-------------|------------------|--------------|-----------|-------------|------------------------|-------------------|------------------|-----------------------|------------|
|           | Benchmark            |               | Hauptbranchen |                                   |             |                  |              |           |             |                        |                   |                  | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
|           | Gesamtindex          | Euro STOXX 50 | Grundstoffe   | Verbraucher-nahe Dienstleistungen | Konsumgüter | Erdöl und Erdgas | Finanzsektor | Industrie | Technologie | Versorgungsunternehmen | Telekommunikation | Gesundheitswesen | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| 1         | 2                    | 3             | 4             | 5                                 | 6           | 7                | 8            | 9         | 10          | 11                     | 12                | 13               | 14                    |            |
| 2019      | 373,6                | 3 435,2       | 731,7         | 270,8                             | 183,7       | 111,9            | 155,8        | 650,9     | 528,2       | 322,0                  | 294,2             | 772,7            | 2 915,5               | 21 697,2   |
| 2020      | 360,0                | 3 274,3       | 758,9         | 226,8                             | 163,2       | 83,1             | 128,6        | 631,4     | 630,2       | 347,1                  | 257,6             | 831,9            | 3 217,3               | 22 703,5   |
| 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   |
| 2023 März | 448,5                | 4 201,7       | 968,8         | 292,2                             | 175,7       | 116,6            | 182,1        | 809,6     | 834,4       | 358,9                  | 296,7             | 797,0            | 3 968,6               | 27 693,2   |
| April     | 460,9                | 4 358,3       | 990,6         | 305,7                             | 184,2       | 120,7            | 183,3        | 817,9     | 843,4       | 383,5                  | 305,9             | 843,0            | 4 121,5               | 28 275,8   |
| Mai       | 456,4                | 4 319,3       | 975,3         | 301,8                             | 180,5       | 116,0            | 178,9        | 824,6     | 858,8       | 379,9                  | 296,5             | 835,4            | 4 146,2               | 30 147,5   |
| Juni      | 455,5                | 4 324,4       | 952,1         | 302,2                             | 170,0       | 112,7            | 179,3        | 835,9     | 904,5       | 376,5                  | 277,4             | 806,2            | 4 345,4               | 32 754,5   |
| Juli      | 460,1                | 4 364,5       | 964,7         | 305,9                             | 172,9       | 111,0            | 185,8        | 838,3     | 899,6       | 375,8                  | 277,8             | 814,8            | 4 508,1               | 32 694,1   |
| 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   |

Quelle: Refinitiv.

## 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-<br>vierende<br>Kredite<br>und<br>Über-<br>ziehungs-<br>kredite | Echte<br>Kredit-<br>karten-<br>kredite | Konsumentenkredite              |   |   | Kredite an<br>Einzelunter-<br>nehmen<br>und<br>Personen-<br>gesell-<br>schaften<br>ohne<br>Rechts-<br>persön-<br>lichkeit | Wohnungsbaukredite    |  |  |   |  | Gewich-<br>teter<br>Indikator<br>der Kredit-<br>finanzierungs-<br>kosten |
|---------------------|-------------------|--|---------------------------------|------------------------|---|--|---------------------------------|---|---|---|-----------------------|--|--|---|--|--|
|                     | Täglich<br>fällig | Mit<br>verein-<br>barter<br>Kündi-<br>gungsfrist<br>von bis<br>zu 3<br>Monaten | Mit<br>vereinbarter<br>Laufzeit |                        |   |  | Mit anfänglicher<br>Zinsbindung | Effektiver<br>Jahres-<br>zinssatz <sup>3)</sup> | Mit anfänglicher Zinsbindung                          |   |                       | Effek-<br>tiver<br>Jahres-<br>zinssatz <sup>3)</sup> | Gewich-<br>teter<br>Indikator<br>der Kredit-<br>finanzierungs-<br>kosten |   |  |  |
|                     |                   |  | Bis zu<br>2 Jah-<br>ren         | Mehr<br>als 2<br>Jahre |   |  |                                 |   | Variabel<br>verzins-<br>lich oder<br>bis zu<br>1 Jahr |   | Mehr<br>als<br>1 Jahr |  |  | Variabel<br>verzins-<br>lich oder<br>bis zu<br>1 Jahr | Mehr<br>als 1<br>Jahr<br>bis zu<br>5 Jah-<br>ren |  |
| 1                   | 2                 | 3  | 4                               | 5                      | 6   | 7                                      | 8                               | 9   | 10  | 11  | 12                    | 13   | 14   | 15  | 16   |  |
| 2022 Sept.          | 0,02              | 0,71   | 0,63                            | 1,27                   | 5,23  | 15,83                                  | 6,48                            | 5,96  | 6,57  | 3,09  | 2,26                  | 2,59   | 2,84   | 2,25  | 2,67   | 2,45   |
| Okt.                | 0,03              | 0,73   | 0,93                            | 1,60                   | 5,56  | 15,97                                  | 6,76                            | 6,21  | 6,87  | 3,55  | 2,66                  | 2,82   | 3,05   | 2,41  | 2,90   | 2,67   |
| Nov.                | 0,04              | 0,75   | 1,21                            | 1,81                   | 5,79  | 15,97                                  | 6,27                            | 6,55  | 7,11  | 3,96  | 2,95                  | 3,04   | 3,30   | 2,55  | 3,11   | 2,89   |
| Dez.                | 0,07              | 0,80   | 1,42                            | 1,91                   | 5,92  | 15,90                                  | 6,51                            | 6,42  | 6,98  | 4,00  | 3,08                  | 3,16   | 3,29   | 2,61  | 3,18   | 2,95   |
| 2023 Jan.           | 0,09              | 0,86   | 1,60                            | 2,08                   | 6,32  | 15,99                                  | 7,20                            | 6,97  | 7,58  | 4,28  | 3,47                  | 3,32   | 3,39   | 2,77  | 3,39   | 3,10   |
| Febr.               | 0,11              | 1,17   | 1,91                            | 2,20                   | 6,54  | 16,08                                  | 7,21                            | 7,08  | 7,78  | 4,58  | 3,67                  | 3,48   | 3,52   | 2,94  | 3,55   | 3,24   |
| März                | 0,14              | 1,21   | 2,11                            | 2,26                   | 6,71  | 16,07                                  | 7,63                            | 7,23  | 7,90  | 4,69  | 3,88                  | 3,78   | 3,56   | 3,14  | 3,72   | 3,37   |
| April               | 0,17              | 1,25   | 2,28                            | 2,42                   | 6,97  | 16,25                                  | 8,06                            | 7,43  | 8,11  | 4,91  | 4,13                  | 3,85   | 3,61   | 3,19  | 3,81   | 3,48   |
| Mai                 | 0,21              | 1,31   | 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  | 5,15  | 4,40                  | 4,07   | 3,71   | 3,41  | 4,05   | 3,70   |
| Juli                | 0,27              | 1,43   | 2,82                            | 2,86                   | 7,49  | 16,40                                  | 8,41                            | 7,73  | 8,41  | 5,24  | 4,55                  | 4,14   | 3,72   | 3,45  | 4,09   | 3,76   |
| Aug. <sup>(p)</sup> | 0,31              | 1,51   | 3,03                            | 3,10                   | 7,60  | 16,47                                  | 8,70                            | 7,85  | 8,50  | 5,40  | 4,68                  | 4,21   | 3,79   | 3,51  | 4,15   | 3,85   |

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-<br>vierende<br>Kredite<br>und<br>Über-<br>ziehungs-<br>kredite | Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung) |  |                       |   |  |                       |   |  |                       | Gewichteter<br>Indikator<br>der Kredit-<br>finanzierungs-<br>kosten |
|---------------------|-------------------|------------------------------|------------------------|---|--|--|-----------------------|---|--|-----------------------|---|--|-----------------------|---|
|                     | Täglich<br>fällig | Mit vereinbarter<br>Laufzeit |                        |   | Bis zu 250 000 €   |  |                       | Mehr als 250 000 €<br>bis zu 1 Mio. €               |  |                       | Mehr als 1 Mio. €                                   |  |                       |   |
|                     |                   | Bis zu<br>2 Jahren           | Mehr<br>als<br>2 Jahre |   | Variabel<br>verzinslich<br>oder bis zu<br>3 Monaten          | Mehr als<br>3 Monate<br>bis zu<br>1 Jahr | Mehr<br>als<br>1 Jahr | Variabel<br>verzinslich<br>oder bis zu<br>3 Monaten | Mehr als<br>3 Monate<br>bis zu<br>1 Jahr | Mehr<br>als<br>1 Jahr | Variabel<br>verzinslich<br>oder bis zu<br>3 Monaten | Mehr als<br>3 Monate<br>bis zu<br>1 Jahr | Mehr<br>als<br>1 Jahr |   |
| 1                   | 2                 | 3                            | 4                      | 5   | 6  | 7  | 8                     | 9   | 10                                       | 11                    | 12  | 13                                       | 14                    |   |
| 2022 Sept.          | 0,06              | 0,70                         | 1,79                   | 2,23  | 2,48   | 2,91                                     | 3,24                  | 2,31  | 2,55                                     | 2,45                  | 2,31  | 2,34                                     | 2,38                  | 2,40  |
| Okt.                | 0,08              | 0,92                         | 1,83                   | 2,54  | 2,96   | 3,52                                     | 3,62                  | 2,74  | 3,02                                     | 2,75                  | 2,45  | 2,76                                     | 2,82                  | 2,72  |
| Nov.                | 0,15              | 1,49                         | 2,34                   | 2,90  | 3,34   | 3,76                                     | 4,01                  | 3,12  | 3,37                                     | 3,06                  | 2,89  | 3,30                                     | 3,29                  | 3,11  |
| Dez.                | 0,19              | 1,80                         | 2,61                   | 3,20  | 3,74   | 3,99                                     | 4,19                  | 3,47  | 3,55                                     | 3,28                  | 3,29  | 3,59                                     | 3,29                  | 3,41  |
| 2023 Jan.           | 0,23              | 1,99                         | 2,72                   | 3,57  | 4,13   | 4,20                                     | 4,39                  | 3,77  | 3,92                                     | 3,45                  | 3,41  | 3,75                                     | 3,39                  | 3,63  |
| Febr.               | 0,31              | 2,30                         | 2,81                   | 3,81  | 4,40   | 4,54                                     | 4,71                  | 4,06  | 4,09                                     | 3,69                  | 3,69  | 3,54                                     | 3,58                  | 3,86  |
| März                | 0,41              | 2,57                         | 2,95                   | 4,12  | 4,70   | 4,83                                     | 4,88                  | 4,33  | 4,48                                     | 3,84                  | 4,08  | 4,32                                     | 3,88                  | 4,22  |
| April               | 0,44              | 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                                     | 5,27                  | 4,95  | 4,99                                     | 4,17                  | 4,71  | 4,88                                     | 4,12                  | 4,78  |
| Juli                | 0,60              | 3,31                         | 3,58                   | 4,89  | 5,52   | 5,52                                     | 5,43                  | 5,13  | 5,02                                     | 4,32                  | 4,86  | 5,01                                     | 4,32                  | 4,94  |
| Aug. <sup>(p)</sup> | 0,65              | 3,42                         | 3,53                   | 5,02  | 5,46   | 5,65                                     | 5,56                  | 5,24  | 5,16                                     | 4,42                  | 5,00  | 4,90                                     | 4,01                  | 4,99  |

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

|                    | Umlauf    |         |   |  |                          |   |  | Bruttoabsatz <sup>1)</sup> |       |                                 |       |      |                       |       |
|--------------------|-----------|---------|---|--|--------------------------|---|--|----------------------------|-------|---------------------------------|-------|------|-----------------------|-------|
|                    | Insgesamt | MFIs    | Kapitalgesellschaften ohne MFIs               |  |                          | Öffentliche Haushalte                         |  | Insgesamt                  | MFIs  | Kapitalgesellschaften ohne MFIs |       |      | Öffentliche Haushalte |       |
|                    |           |         | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften | Darunter: Zentralstaaten | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften |                            |       | Darunter: Zentralstaaten        |       |      |                       |       |
|                    |           |         |   |  |                          |   |  |                            |       |                                 | FMKGs |      |                       |       |
| 1                  | 2         | 3       | 4   | 5                                      | 6                        | 7   | 8                                      | 9                          | 10    | 11                              | 12    | 13   | 14                    |       |
| <b>Kurzfristig</b> |           |         |   |  |                          |   |  |                            |       |                                 |       |      |                       |       |
| 2020               | 1 488,7   | 429,7   | 126,2   | 51,5                                   | 96,7                     | 836,1   | 722,5                                  | .                          | .     | .                               | .     | .    | .                     | .     |
| 2021               | 1 406,7   | 427,1   | 127,0   | 50,1                                   | 87,9                     | 764,7   | 674,9                                  | 387,1                      | 138,3 | 79,1                            | 26,3  | 32,1 | 137,6                 | 104,8 |
| 2022               | 1 371,9   | 467,2   | 143,1   | 50,2                                   | 94,6                     | 667,0   | 621,7                                  | 481,8                      | 182,4 | 117,4                           | 48,0  | 48,1 | 133,9                 | 97,1  |
| 2023 April         | 1 454,7   | 564,1   | 134,6   | 47,7                                   | 102,3                    | 653,7   | 603,5                                  | 509,7                      | 216,5 | 100,9                           | 31,4  | 60,2 | 132,2                 | 103,3 |
| Mai                | 1 461,8   | 581,3   | 140,0   | 50,7                                   | 103,6                    | 636,9   | 599,7                                  | 518,7                      | 243,6 | 119,3                           | 38,3  | 54,4 | 101,6                 | 86,7  |
| Juni               | 1 486,0   | 585,4   | 134,0   | 49,4                                   | 93,7                     | 672,9   | 634,3                                  | 519,0                      | 225,2 | 115,7                           | 36,0  | 45,7 | 132,4                 | 107,1 |
| Juli               | 1 487,6   | 581,6   | 136,2   | 50,4                                   | 99,2                     | 670,6   | 634,6                                  | 509,3                      | 186,9 | 119,0                           | 36,5  | 56,6 | 146,8                 | 122,5 |
| Aug.               | 1 513,4   | 595,1   | 139,8   | 50,4                                   | 98,8                     | 679,6   | 647,8                                  | 518,8                      | 231,1 | 121,9                           | 40,1  | 40,5 | 125,3                 | 108,2 |
| Sept.              | 1 519,1   | 590,3   | 132,5   | 46,1                                   | 87,5                     | 708,8   | 675,7                                  | 501,2                      | 206,9 | 111,7                           | 37,8  | 42,6 | 140,0                 | 123,1 |
| <b>Langfristig</b> |           |         |   |  |                          |   |  |                            |       |                                 |       |      |                       |       |
| 2020               | 19 270,8  | 4 077,8 | 3 086,6                                       | 1 256,4                                | 1 545,1                  | 10 561,2                                      | 9 774,3                                | .                          | .     | .                               | .     | .    | .                     | .     |
| 2021               | 19 909,6  | 4 183,0 | 3 368,8                                       | 1 341,9                                | 1 599,3                  | 10 758,5                                      | 9 937,5                                | 316,9                      | 67,9  | 84,2                            | 34,3  | 23,1 | 141,8                 | 128,3 |
| 2022               | 17 888,1  | 3 973,8 | 3 251,5                                       | 1 340,8                                | 1 396,2                  | 9 266,6                                       | 8 554,7                                | 299,2                      | 78,4  | 73,6                            | 29,1  | 16,6 | 130,6                 | 121,2 |
| 2023 April         | 18 408,0  | 4 118,7 | 3 276,7                                       | 1 338,8                                | 1 418,1                  | 9 594,5                                       | 8 874,2                                | 308,9                      | 72,8  | 76,7                            | 34,0  | 16,4 | 143,1                 | 137,2 |
| Mai                | 18 576,3  | 4 191,7 | 3 332,1                                       | 1 373,8                                | 1 426,2                  | 9 626,3                                       | 8 908,9                                | 373,6                      | 100,2 | 101,6                           | 55,9  | 27,3 | 144,5                 | 136,2 |
| Juni               | 18 675,5  | 4 203,9 | 3 343,6                                       | 1 379,7                                | 1 428,5                  | 9 699,4                                       | 8 979,4                                | 404,5                      | 113,8 | 86,9                            | 30,9  | 31,2 | 172,6                 | 160,9 |
| Juli               | 18 762,5  | 4 301,0 | 3 346,2                                       | 1 368,1                                | 1 433,9                  | 9 681,3                                       | 8 961,2                                | 351,4                      | 140,7 | 59,9                            | 13,7  | 18,8 | 132,0                 | 127,2 |
| Aug.               | 18 787,5  | 4 316,5 | 3 332,4                                       | 1 351,2                                | 1 429,6                  | 9 709,0                                       | 8 986,5                                | 208,8                      | 53,0  | 48,4                            | 11,9  | 8,5  | 98,8                  | 95,4  |
| Sept.              | 18 653,8  | 4 305,6 | 3 370,3                                       | 1 360,3                                | 1 433,6                  | 9 544,3                                       | 8 830,6                                | 362,8                      | 89,9  | 104,9                           | 19,9  | 30,2 | 137,7                 | 127,9 |

Quelle: EZB.

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

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

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

|                                    | Schuldverschreibungen |         |   |  |                          |                       |          | Börsennotierte Aktien |       |   |  |
|------------------------------------|-----------------------|---------|---|--|--------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|-------|---|--|
|                                    | Insgesamt             | MFIs    | Kapitalgesellschaften ohne MFIs               |  |                          | Öffentliche Haushalte |          | Insgesamt             | MFIs  | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften |
|                                    |                       |         | Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften | Darunter: Zentralstaaten |                       |          |                       |       |   |  |
|                                    |                       |         |   |  |                          | FMKGs                 |          |                       |       |   |  |
| 1                                  | 2                     | 3       | 4   | 5                                      | 6                        | 7                     | 8        | 9                     | 10    | 11  |  |
| <b>Umlauf</b>                      |                       |         |   |  |                          |                       |          |                       |       |   |  |
| 2020                               | 20 759,5              | 4 507,5 | 3 212,8                                       | 1 307,8                                | 1 641,8                  | 11 397,3              | 10 496,8 | 8 514,7               | 473,8 | 1 334,0                                       | 6 705,9                                |
| 2021                               | 21 316,4              | 4 610,0 | 3 495,9                                       | 1 392,0                                | 1 687,2                  | 11 523,2              | 10 612,4 | 10 550,9              | 600,0 | 1 696,7                                       | 8 253,1                                |
| 2022                               | 19 260,0              | 4 440,9 | 3 394,6                                       | 1 391,0                                | 1 490,9                  | 9 933,6               | 9 176,5  | 8 732,8               | 525,0 | 1 348,2                                       | 6 858,9                                |
| 2023 April                         | 19 862,7              | 4 682,7 | 3 411,3                                       | 1 386,5                                | 1 520,3                  | 10 248,3              | 9 477,7  | 9 683,9               | 566,5 | 1 430,0                                       | 7 686,9                                |
| Mai                                | 20 038,1              | 4 773,0 | 3 472,1                                       | 1 424,5                                | 1 529,8                  | 10 263,2              | 9 508,7  | 9 404,7               | 545,5 | 1 384,7                                       | 7 474,0                                |
| Juni                               | 20 161,5              | 4 789,4 | 3 477,5                                       | 1 429,1                                | 1 522,2                  | 10 372,3              | 9 613,7  | 9 651,6               | 587,4 | 1 457,6                                       | 7 606,1                                |
| Juli                               | 20 250,1              | 4 882,7 | 3 482,4                                       | 1 418,5                                | 1 533,1                  | 10 351,9              | 9 595,8  | 9 812,0               | 619,2 | 1 512,5                                       | 7 679,8                                |
| Aug.                               | 20 300,8              | 4 911,6 | 3 472,2                                       | 1 401,6                                | 1 528,4                  | 10 388,6              | 9 634,3  | 9 542,5               | 582,3 | 1 484,9                                       | 7 474,7                                |
| Sept.                              | 20 172,9              | 4 895,9 | 3 502,8                                       | 1 406,4                                | 1 521,1                  | 10 253,1              | 9 506,3  | 9 178,5               | 576,2 | 1 419,2                                       | 7 182,6                                |
| <b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b> |                       |         |   |  |                          |                       |          |                       |       |   |  |
| 2023 Febr.                         | 4,2                   | 7,8     | 3,6   | -0,4                                   | 1,6                      | 3,3                   | 3,9      | 0,1                   | -2,4  | 0,7   | 0,2                                    |
| März                               | 3,9                   | 7,1     | 2,8   | -1,5                                   | -0,1                     | 3,4                   | 4,0      | 0,0                   | -2,4  | 0,5   | 0,1                                    |
| April                              | 4,4                   | 8,2     | 2,0   | -1,4                                   | 0,5                      | 4,1                   | 4,8      | 0,0                   | -2,2  | 0,5   | 0,1                                    |
| Mai                                | 4,5                   | 9,2     | 2,9   | 1,7                                    | 0,6                      | 3,6                   | 4,5      | -0,2                  | -2,6  | 0,5   | -0,1                                   |
| Juni                               | 5,3                   | 10,3    | 3,9   | 2,8                                    | 0,8                      | 4,3                   | 5,1      | -1,0                  | -2,4  | 1,0   | -1,3                                   |
| Juli                               | 6,0                   | 12,2    | 3,6   | 1,3                                    | 1,7                      | 4,7                   | 5,3      | -1,0                  | -2,1  | 0,9   | -1,2                                   |
| Aug.                               | 5,9                   | 12,2    | 3,5   | 0,8                                    | 1,0                      | 4,7                   | 5,3      | -1,0                  | -2,0  | 1,0   | -1,2                                   |
| Sept.                              | 6,3                   | 10,4    | 5,1   | 2,8                                    | 1,3                      | 5,6                   | 6,3      | -0,7                  | -3,1  | 2,5   | -1,1                                   |

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

|            | EWK-18                                 |                  |                  |                           |                     |                     | EWK-41       |                  |
|------------|--|------------------|------------------|---------------------------|---------------------|---------------------|--------------|------------------|
|            | Nominal<br>1                           | Real<br>VPI<br>2 | Real<br>EPI<br>3 | Real<br>BIP-Deflator<br>4 | Real<br>LSK/VG<br>5 | Real<br>LSK/GW<br>6 | Nominal<br>7 | Real<br>VPI<br>8 |
| 2020       | 99,7                                   | 93,7             | 93,8             | 90,0                      | 75,0                | 88,4                | 119,2        | 93,9             |
| 2021       | 99,6                                   | 93,7             | 93,5             | 89,2                      | 69,2                | 86,6                | 120,5        | 94,3             |
| 2022       | 95,3                                   | 90,8             | 93,4             | 84,1                      | 64,4                | 81,7                | 116,1        | 90,9             |
| 2022 Q4    | 95,7                                   | 91,9             | 95,0             | 84,9                      | 63,6                | 82,3                | 116,7        | 91,8             |
| 2023 Q1    | 97,1                                   | 92,8             | 96,8             | 86,6                      | 66,8                | 84,5                | 119,4        | 93,1             |
| Q2         | 98,2                                   | 93,5             | 98,0             | 87,7                      | 66,0                | 84,9                | 121,4        | 94,3             |
| Q3         | 98,9                                   | 94,5             | 98,5             | .                         | .                   | .                   | 123,5        | 95,6             |
| 2023 April | 98,4                                   | 93,8             | 98,1             | -                         | -                   | -                   | 121,5        | 94,6             |
| Mai        | 98,0                                   | 93,2             | 97,7             | -                         | -                   | -                   | 120,9        | 93,9             |
| Juni       | 98,2                                   | 93,5             | 98,1             | -                         | -                   | -                   | 121,8        | 94,5             |
| Juli       | 99,2                                   | 94,6             | 99,0             | -                         | -                   | -                   | 123,7        | 95,9             |
| Aug.       | 99,0                                   | 94,7             | 98,5             | -                         | -                   | -                   | 123,7        | 95,9             |
| Sept.      | 98,5                                   | 94,2             | 97,9             | -                         | -                   | -                   | 123,0        | 95,1             |
|            | <i>Veränderung gegen Vormonat in %</i> |                  |                  |                           |                     |                     |              |                  |
| 2023 Sept. | -0,5                                   | -0,6             | -0,6             | -                         | -                   | -                   | -0,6         | -0,8             |
|            | <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>  |                  |                  |                           |                     |                     |              |                  |
| 2023 Sept. | 5,0                                    | 4,9              | 5,2              | -                         | -                   | -                   | 8,0          | 6,4              |

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe „General Notes“.

### 4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

|            | Chine-<br>sischer<br>Renminbi<br>¥uan<br>1 | Tschechi-<br>sche Krone<br>2 | Dänische<br>Krone<br>3 | Ungarischer<br>Forint<br>4 | Japanischer<br>Yen<br>5 | Polnischer<br>Zloty<br>6 | Pfund<br>Sterling<br>7 | Rumäni-<br>scher Leu<br>8 | Schwedi-<br>sche Krone<br>9 | Schweizer<br>Franken<br>10 | US-Dollar<br>11 |
|------------|--|------------------------------|------------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------|
| 2020       | 7,875                                      | 26,455                       | 7,454                  | 351,249                    | 121,846                 | 4,443                    | 0,890                  | 4,8383                    | 10,485                      | 1,071                      | 1,142           |
| 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           |
| 2022 Q4    | 7,258                                      | 24,389                       | 7,438                  | 410,825                    | 144,238                 | 4,727                    | 0,870                  | 4,9208                    | 10,938                      | 0,983                      | 1,021           |
| 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           |
| 2023 April | 7,556                                      | 23,437                       | 7,452                  | 375,336                    | 146,511                 | 4,632                    | 0,881                  | 4,9365                    | 11,337                      | 0,985                      | 1,097           |
| Mai        | 7,595                                      | 23,595                       | 7,449                  | 372,371                    | 148,925                 | 4,534                    | 0,870                  | 4,9477                    | 11,370                      | 0,975                      | 1,087           |
| Juni       | 7,765                                      | 23,695                       | 7,449                  | 370,602                    | 153,149                 | 4,461                    | 0,859                  | 4,9600                    | 11,677                      | 0,976                      | 1,084           |
| Juli       | 7,948                                      | 23,892                       | 7,451                  | 379,035                    | 155,937                 | 4,443                    | 0,859                  | 4,9411                    | 11,634                      | 0,966                      | 1,106           |
| Aug.       | 7,910                                      | 24,108                       | 7,452                  | 385,047                    | 157,962                 | 4,460                    | 0,859                  | 4,9411                    | 11,812                      | 0,959                      | 1,091           |
| Sept.      | 7,797                                      | 24,380                       | 7,457                  | 386,429                    | 157,795                 | 4,598                    | 0,862                  | 4,9656                    | 11,842                      | 0,960                      | 1,068           |
|            | <i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>     |                              |                        |                            |                         |                          |                        |                           |                             |                            |                 |
| 2023 Sept. | -1,4                                       | 1,1                          | 0,1                    | 0,4                        | -0,1                    | 3,1                      | 0,3                    | 0,5                       | 0,3                         | 0,1                        | -2,1            |
|            | <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>      |                              |                        |                            |                         |                          |                        |                           |                             |                            |                 |
| 2023 Sept. | 12,2                                       | -0,8                         | 0,3                    | -4,4                       | 11,5                    | -3,0                     | -1,5                   | 1,1                       | 9,8                         | -0,4                       | 7,9             |

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

|   | Insgesamt <sup>1)</sup> |          |       | Direktinvestitionen |          | Wertpapieranlagen |          | Finanz-<br>derivate<br>(netto) | Übriger Kapitalverkehr |         | Währungs-<br>reserven | Nachrichtlich:<br>Bruttoauslands-<br>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 Q3   | 32 497,3                | 31 721,3 | 776,0 | 12 907,8            | 10 554,4 | 11 264,6          | 12 769,9 | -7,0                           | 7 196,3                | 8 397,1 | 1 135,7               | 16 518,1  |
| Q4  | 31 113,6                | 30 686,5 | 427,1 | 12 289,8            | 10 057,5 | 11 089,5          | 12 826,2 | 17,9                           | 6 602,1                | 7 802,8 | 1 114,3               | 15 563,0  |
| 2023 Q1   | 31 606,4                | 31 412,5 | 193,9 | 12 285,4            | 9 990,2  | 11 322,8          | 13 397,1 | -9,7                           | 6 874,4                | 8 025,2 | 1 133,6               | 15 891,6  |
| Q2  | 31 778,3                | 31 512,8 | 265,5 | 12 191,5            | 9 855,5  | 11 702,8          | 13 712,2 | -35,7                          | 6 813,9                | 7 945,2 | 1 105,7               | 15 876,2  |
| <i>Bestände in % des BIP</i>                                |                         |          |       |                     |          |                   |          |                                |                        |         |                       |   |
| 2023 Q2   | 227,7                   | 225,8    | 1,9   | 87,4                | 70,6     | 83,9              | 98,3     | -0,3                           | 48,8                   | 56,9    | 7,9                   | 113,8   |
| <b>Transaktionen</b>  |                         |          |       |                     |          |                   |          |                                |                        |         |                       |   |
| 2022 Q3   | -63,8                   | -38,9    | -24,9 | 12,5                | -24,2    | -174,4            | 6,5      | 38,2                           | 52,6                   | -21,2   | 7,3                   | -   |
| Q4  | -514,7                  | -579,8   | 65,1  | -249,8              | -282,3   | 90,8              | 88,8     | 0,2                            | -365,2                 | -386,3  | 9,3                   | -   |
| 2023 Q1   | 404,4                   | 369,2    | 35,2  | 50,0                | 15,3     | 63,5              | 161,0    | 15,6                           | 293,7                  | 193,0   | -18,4                 | -   |
| Q2  | 29,3                    | -39,2    | 68,5  | -98,1               | -117,7   | 203,5             | 136,7    | -5,1                           | -72,8                  | -58,2   | 1,9                   | -   |
| 2023 März   | 140,8                   | 96,0     | 44,8  | 16,3                | 12,8     | -8,1              | 94,2     | 5,7                            | 125,4                  | -11,0   | 1,6                   | -   |
| April   | 14,7                    | 8,1      | 6,6   | -36,5               | -32,2    | 67,6              | 1,9      | -1,5                           | -13,0                  | 38,5    | -1,9                  | -   |
| Mai   | -9,9                    | 0,8      | -10,8 | -54,2               | 3,6      | 37,2              | -11,5    | 7,4                            | -1,7                   | 8,8     | 1,4                   | -   |
| Juni  | 24,5                    | -48,1    | 72,6  | -7,4                | -89,1    | 98,7              | 146,3    | -11,0                          | -58,2                  | -105,4  | 2,4                   | -   |
| Juli  | 126,0                   | 119,2    | 6,8   | -10,3               | 19,1     | 40,4              | 27,5     | -0,8                           | 96,3                   | 72,6    | 0,4                   | -   |
| Aug.  | 95,9                    | 53,4     | 42,5  | 8,7                 | 0,2      | 23,6              | 24,1     | 9,0                            | 53,4                   | 29,0    | 1,3                   | -   |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>              |                         |          |       |                     |          |                   |          |                                |                        |         |                       |   |
| 2023 Aug.   | -127,7                  | -320,7   | 193,0 | -367,5              | -516,5   | 306,7             | 489,5    | 32,6                           | -97,3                  | -293,7  | -2,1                  | -   |
| <i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i> |                         |          |       |                     |          |                   |          |                                |                        |         |                       |   |
| 2023 Aug.   | -0,9                    | -2,3     | 1,4   | -2,6                | -3,7     | 2,2               | 3,5      | 0,2                            | -0,7                   | -2,1    | 0,0                   | -   |

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

|   | M3                 |                                |  |   |                    |         |          |       |       |       |                            | 11       | 12 |
|---|--------------------|--------------------------------|--|---|--------------------|---------|----------|-------|-------|-------|----------------------------|----------|----|
|   | M2                 |                                |  |   |                    | M3-M2   |          |       |       |       |                            |          |    |
|   | M1                 |                                | M2-M1  |   |                    | 6       | 7        | 8     | 9     | 10    |                            |          |    |
|   | Bargeld-<br>umlauf | Täglich<br>fällige<br>Einlagen | Einlagen mit<br>vereinbarter<br>Laufzeit von<br>bis zu<br>2 Jahren | Einlagen mit<br>vereinbarter<br>Kündigungs-<br>frist von<br>bis zu<br>3 Monaten | Repoge-<br>schäfte |         |          |       |       |       | Geldmarkt-<br>fondsanteile |          |    |
| 1   | 2                  | 3                              | 4  | 5   | 6                  | 7       | 8        | 9     | 10    | 11    | 12                         |          |    |
| <b>Bestände</b>                           |                    |                                |  |   |                    |         |          |       |       |       |                            |          |    |
| 2020                                      | 1 363,7            | 8 906,6                        | 10 270,3   | 1 026,7   | 2 449,4            | 3 476,1 | 13 746,4 | 101,8 | 627,0 | 4,4   | 733,1                      | 14 479,5 |    |
| 2021                                      | 1 469,7            | 9 831,3                        | 11 301,0   | 916,1   | 2 506,4            | 3 422,5 | 14 723,5 | 118,0 | 647,2 | 21,5  | 786,7                      | 15 510,2 |    |
| 2022                                      | 1 538,5            | 9 768,4                        | 11 306,9   | 1 377,8   | 2 581,5            | 3 959,3 | 15 266,2 | 123,3 | 649,9 | 46,4  | 819,7                      | 16 085,9 |    |
| 2022 Q4                                   | 1 538,5            | 9 768,4                        | 11 306,9   | 1 377,8   | 2 581,5            | 3 959,3 | 15 266,2 | 123,3 | 649,9 | 46,4  | 819,7                      | 16 085,9 |    |
| 2023 Q1                                   | 1 544,1            | 9 427,4                        | 10 971,5   | 1 644,5   | 2 566,0            | 4 210,5 | 15 182,0 | 103,2 | 681,3 | 93,4  | 877,9                      | 16 059,8 |    |
| Q2  | 1 534,7            | 9 176,0                        | 10 710,7   | 1 871,3   | 2 534,4            | 4 405,7 | 15 116,4 | 113,2 | 697,3 | 86,8  | 897,3                      | 16 013,7 |    |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | 1 535,2            | 9 019,3                        | 10 554,5   | 2 069,9   | 2 484,2            | 4 554,1 | 15 108,6 | 132,1 | 708,8 | 67,9  | 908,8                      | 16 017,4 |    |
| 2023 April                                | 1 536,8            | 9 352,5                        | 10 889,3   | 1 702,9   | 2 554,2            | 4 257,1 | 15 146,4 | 101,5 | 677,0 | 86,2  | 864,8                      | 16 011,1 |    |
| Mai                                       | 1 537,1            | 9 259,9                        | 10 797,0   | 1 766,3   | 2 544,7            | 4 311,0 | 15 108,0 | 111,9 | 686,4 | 96,7  | 895,0                      | 16 003,0 |    |
| Juni                                      | 1 534,7            | 9 176,0                        | 10 710,7   | 1 871,3   | 2 534,4            | 4 405,7 | 15 116,4 | 113,2 | 697,3 | 86,8  | 897,3                      | 16 013,7 |    |
| Juli                                      | 1 534,1            | 9 087,7                        | 10 621,8   | 1 915,7   | 2 527,0            | 4 442,7 | 15 064,5 | 122,3 | 692,0 | 79,3  | 893,6                      | 15 958,0 |    |
| Aug.                                      | 1 533,9            | 9 020,1                        | 10 554,0   | 1 976,8   | 2 501,1            | 4 477,8 | 15 031,9 | 121,0 | 696,2 | 87,0  | 904,2                      | 15 936,1 |    |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 1 535,2            | 9 019,3                        | 10 554,5   | 2 069,9   | 2 484,2            | 4 554,1 | 15 108,6 | 132,1 | 708,8 | 67,9  | 908,8                      | 16 017,4 |    |
| <b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b> |                    |                                |  |   |                    |         |          |       |       |       |                            |          |    |
| 2020                                      | 139,2              | 1 265,5                        | 1 404,7  | -33,8   | 86,3               | 52,5    | 1 457,3  | 19,6  | 111,0 | 1,2   | 131,7                      | 1 589,0  |    |
| 2021                                      | 107,4              | 915,6                          | 1 023,0  | -121,6  | 66,7               | -54,9   | 968,1    | 12,1  | 20,9  | 14,4  | 47,3                       | 1 015,4  |    |
| 2022                                      | 68,8               | -46,8                          | 22,0   | 427,4   | 57,3               | 484,7   | 506,6    | 3,7   | 3,1   | 77,3  | 84,1                       | 590,7    |    |
| 2022 Q4                                   | 0,3                | -362,1                         | -361,8   | 212,6   | 14,5               | 227,1   | -134,7   | 4,8   | 52,0  | -1,7  | 55,0                       | -79,7    |    |
| 2023 Q1                                   | 4,3                | -380,5                         | -376,2   | 261,1   | -10,5              | 250,6   | -125,6   | -20,6 | 31,2  | 48,7  | 59,3                       | -66,3    |    |
| Q2  | -9,4               | -249,8                         | -259,1   | 222,0   | -31,6              | 190,4   | -68,7    | 10,1  | 15,9  | -4,3  | 21,7                       | -47,0    |    |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | 0,4                | -166,1                         | -165,6   | 201,9   | -50,2              | 151,7   | -14,0    | 18,3  | 11,3  | -19,9 | 9,7                        | -4,3     |    |
| 2023 April                                | -7,3               | -70,3                          | -77,6  | 57,2  | -11,8              | 45,5    | -32,1    | -1,5  | -4,2  | -5,7  | -11,3                      | -43,4    |    |
| Mai                                       | 0,3                | -100,1                         | -99,8  | 59,6  | -9,6               | 50,0    | -49,8    | 9,8   | 9,3   | 8,9   | 28,0                       | -21,8    |    |
| Juni                                      | -2,4               | -79,3                          | -81,7  | 105,2   | -10,3              | 94,9    | 13,2     | 1,7   | 10,8  | -7,5  | 5,0                        | 18,2     |    |
| Juli                                      | -0,7               | -85,3                          | -86,0  | 45,9  | -7,3               | 38,6    | -47,4    | 9,4   | -5,4  | -6,6  | -2,6                       | -50,0    |    |
| Aug.                                      | -0,2               | -74,9                          | -75,1  | 65,3  | -26,0              | 39,3    | -35,7    | -1,7  | 4,3   | 6,0   | 8,6                        | -27,1    |    |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 1,3                | -5,8                           | -4,5   | 90,7  | -16,9              | 73,7    | 69,2     | 10,6  | 12,4  | -19,4 | 3,7                        | 72,9     |    |
| <b>Wachstumsraten</b>                     |                    |                                |  |   |                    |         |          |       |       |       |                            |          |    |
| 2020                                      | 11,4               | 16,4                           | 15,7   | -3,2  | 3,7                | 1,5     | 11,8     | 24,4  | 21,3  | -     | 21,8                       | 12,3     |    |
| 2021                                      | 7,9                | 10,3                           | 10,0   | -11,8   | 2,7                | -1,6    | 7,0      | 12,0  | 3,3   | 371,3 | 6,5                        | 7,0      |    |
| 2022                                      | 4,7                | -0,5                           | 0,2  | 45,7  | 2,3                | 14,0    | 3,4      | 3,0   | 0,5   | 517,7 | 11,3                       | 3,8      |    |
| 2022 Q4                                   | 4,7                | -0,5                           | 0,2  | 45,7  | 2,3                | 14,0    | 3,4      | 3,0   | 0,5   | 517,7 | 11,3                       | 3,8      |    |
| 2023 Q1                                   | 1,5                | -5,7                           | -4,7   | 68,8  | 1,4                | 20,1    | 1,1      | -17,5 | 15,3  | 516,8 | 23,7                       | 2,1      |    |
| Q2  | 0,4                | -9,3                           | -8,0   | 85,5  | -0,2               | 24,0    | -0,5     | -2,6  | 14,5  | 328,2 | 22,6                       | 0,5      |    |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -0,3               | -11,4                          | -9,9   | 76,6  | -3,0               | 22,0    | -2,2     | 10,6  | 18,5  | 49,4  | 19,1                       | -1,2     |    |
| 2023 April                                | 1,0                | -6,7                           | -5,7   | 73,3  | 0,9                | 21,0    | 0,5      | -13,7 | 13,2  | 348,3 | 20,1                       | 1,4      |    |
| Mai                                       | 0,7                | -8,2                           | -7,0   | 81,0  | 0,3                | 22,6    | -0,1     | -10,9 | 14,6  | 416,1 | 23,1                       | 0,9      |    |
| Juni                                      | 0,4                | -9,3                           | -8,0   | 85,5  | -0,2               | 24,0    | -0,5     | -2,6  | 14,5  | 328,2 | 22,6                       | 0,5      |    |
| Juli                                      | 0,1                | -10,5                          | -9,1   | 85,2  | -0,8               | 23,9    | -1,4     | -1,5  | 16,5  | 226,4 | 21,1                       | -0,4     |    |
| Aug.                                      | -0,3               | -12,0                          | -10,4  | 86,3  | -2,2               | 23,7    | -2,4     | -1,4  | 16,9  | 157,2 | 20,5                       | -1,3     |    |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | -0,3               | -11,4                          | -9,9   | 76,6  | -3,0               | 22,0    | -2,2     | 10,6  | 18,5  | 49,4  | 19,1                       | -1,2     |    |

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

|   | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup> |                |   |   |               | Private Haushalte <sup>3)</sup> |                |   |   |               | Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup> | Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen | Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup> |
|---|--|----------------|---|---|---------------|---------------------------------|----------------|---|---|---------------|--|---|--|
|   | Insgesamt  | Täglich fällig | Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren | Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten | Repogeschäfte | Insgesamt                       | Täglich fällig | Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren | Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten | Repogeschäfte |  |   |  |
| <b>Bestände</b>                           |  |                |   |   |               |                                 |                |   |   |               |  |   |  |
| 2020                                      | 2 966,0  | 2 514,2        | 308,2   | 140,2   | 3,3           | 7 665,3                         | 4 967,4        | 437,0   | 2 260,1   | 0,9           | 1 120,6  | 235,3   | 497,3  |
| 2021                                      | 3 231,5  | 2 807,0        | 288,9   | 128,7   | 6,9           | 8 090,7                         | 5 384,0        | 372,6   | 2 333,4   | 0,7           | 1 275,5  | 227,8   | 546,3  |
| 2022                                      | 3 362,5  | 2 725,2        | 495,9   | 135,5   | 5,9           | 8 392,7                         | 5 541,1        | 442,9   | 2 407,8   | 0,9           | 1 300,8  | 235,0   | 560,0  |
| 2022 Q4                                   | 3 362,5  | 2 725,2        | 495,9   | 135,5   | 5,9           | 8 392,7                         | 5 541,1        | 442,9   | 2 407,8   | 0,9           | 1 300,8  | 235,0   | 560,0  |
| 2023 Q1                                   | 3 342,6  | 2 600,5        | 600,8   | 132,9   | 8,4           | 8 387,4                         | 5 423,7        | 568,4   | 2 394,3   | 0,9           | 1 202,8  | 231,7   | 576,6  |
| Q2  | 3 338,1  | 2 507,7        | 686,3   | 132,5   | 11,7          | 8 377,9                         | 5 305,8        | 705,1   | 2 366,1   | 0,9           | 1 182,0  | 231,8   | 565,2  |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | 3 317,7  | 2 435,8        | 733,8   | 132,7   | 15,3          | 8 379,0                         | 5 219,9        | 843,6   | 2 314,6   | 0,8           | 1 230,0  | 212,0   | 566,8  |
| 2023 April                                | 3 336,5  | 2 571,7        | 622,8   | 131,9   | 10,1          | 8 373,4                         | 5 378,9        | 608,5   | 2 385,1   | 0,9           | 1 213,7  | 227,0   | 560,5  |
| Mai                                       | 3 305,7  | 2 529,4        | 632,5   | 132,3   | 11,6          | 8 375,7                         | 5 341,6        | 657,6   | 2 375,6   | 0,9           | 1 218,7  | 226,9   | 555,8  |
| Juni                                      | 3 338,1  | 2 507,7        | 686,3   | 132,5   | 11,7          | 8 377,9                         | 5 305,8        | 705,1   | 2 366,1   | 0,9           | 1 182,0  | 231,8   | 565,2  |
| Juli                                      | 3 305,4  | 2 463,1        | 699,6   | 132,0   | 10,7          | 8 375,8                         | 5 260,9        | 756,5   | 2 357,6   | 0,8           | 1 191,7  | 215,4   | 564,4  |
| Aug.                                      | 3 291,7  | 2 431,9        | 716,3   | 132,8   | 10,7          | 8 375,2                         | 5 239,3        | 803,1   | 2 332,0   | 0,8           | 1 175,7  | 217,4   | 558,8  |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 3 317,7  | 2 435,8        | 733,8   | 132,7   | 15,3          | 8 379,0                         | 5 219,9        | 843,6   | 2 314,6   | 0,8           | 1 230,0  | 212,0   | 566,8  |
| <b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b> |  |                |   |   |               |                                 |                |   |   |               |  |   |  |
| 2020                                      | 510,9  | 465,4          | 55,3  | -6,8  | -3,0          | 612,8                           | 561,8          | -53,8   | 105,0   | 0,0           | 160,2  | 20,6  | 33,1   |
| 2021                                      | 251,7  | 276,8          | -21,4   | -6,9  | 3,3           | 424,5                           | 412,7          | -65,0   | 77,0  | -0,2          | 159,4  | -9,5  | 46,6   |
| 2022                                      | 120,2  | -90,0          | 205,6   | 6,0   | -1,4          | 298,7                           | 169,0          | 74,1  | 55,5  | 0,1           | 0,4  | 7,6   | 14,7   |
| 2022 Q4                                   | 11,7   | -100,4         | 113,0   | 1,6   | -2,6          | 25,2                            | -61,7          | 74,3  | 12,7  | -0,1          | -168,1   | -7,4  | 8,4  |
| 2023 Q1                                   | -29,1  | -135,4         | 104,7   | -0,9  | 2,6           | -34,5                           | -146,1         | 120,1   | -8,6  | 0,1           | -97,6  | -2,1  | 12,7   |
| Q2  | -4,1   | -91,3          | 84,3  | -0,4  | 3,3           | -9,4                            | -117,7         | 136,6   | -28,3   | -0,1          | -21,9  | 0,2   | -14,1  |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -23,7  | -73,9          | 46,4  | 0,3   | 3,5           | -0,9                            | -91,3          | 141,8   | -51,5   | 0,0           | 47,8   | -20,7   | 1,5  |
| 2023 April                                | -4,2   | -27,7          | 22,6  | -0,9  | 1,8           | -13,5                           | -44,5          | 40,4  | -9,3  | -0,1          | 14,3   | -4,4  | -18,6  |
| Mai                                       | -35,5  | -45,0          | 7,9   | 0,3   | 1,2           | 0,8                             | -38,2          | 48,4  | -9,5  | 0,1           | -0,1   | -0,5  | -5,0   |
| Juni                                      | 35,6   | -18,6          | 53,7  | 0,2   | 0,3           | 3,2                             | -35,0          | 47,8  | -9,5  | -0,1          | -36,1  | 5,1   | 9,4  |
| Juli                                      | -30,7  | -43,3          | 13,8  | -0,4  | -0,9          | -1,4                            | -44,5          | 51,6  | -8,5  | 0,0           | 11,9   | -16,3   | -0,8   |
| Aug.                                      | -15,4  | -32,4          | 16,3  | 0,7   | 0,0           | -2,1                            | -26,7          | 50,2  | -25,6   | 0,0           | -15,7  | 1,7   | -5,7   |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 22,4   | 1,8            | 16,3  | 0,0   | 4,4           | 2,6                             | -20,1          | 40,1  | -17,4   | 0,0           | 51,6   | -6,1  | 8,0  |
| <b>Wachstumsraten</b>                     |  |                |   |   |               |                                 |                |   |   |               |  |   |  |
| 2020                                      | 20,6   | 22,5           | 21,5  | -4,5  | -46,6         | 8,7                             | 12,8           | -10,9   | 4,9   | -5,4          | 16,0   | 9,5   | 7,1  |
| 2021                                      | 8,5  | 11,0           | -7,0  | -4,9  | 99,4          | 5,5                             | 8,3            | -14,9   | 3,4   | -18,3         | 14,2   | -4,0  | 9,4  |
| 2022                                      | 3,7  | -3,2           | 70,0  | 4,6   | -17,2         | 3,7                             | 3,1            | 20,0  | 2,4   | 20,0          | 0,3  | 3,4   | 2,7  |
| 2022 Q4                                   | 3,7  | -3,2           | 70,0  | 4,6   | -17,2         | 3,7                             | 3,1            | 20,0  | 2,4   | 20,0          | 0,3  | 3,4   | 2,7  |
| 2023 Q1                                   | 1,3  | -9,4           | 106,0   | 3,2   | -19,3         | 2,0                             | -1,3           | 56,8  | 1,5   | -10,7         | -8,7   | 0,6   | 3,5  |
| Q2  | 0,8  | -12,6          | 125,1   | 2,2   | 10,3          | 1,1                             | -4,5           | 97,2  | -0,2  | 20,8          | -14,2  | 1,0   | -2,0   |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -1,3   | -14,1          | 90,4  | 0,4   | 82,2          | -0,2                            | -7,4           | 127,1   | -3,2  | -14,6         | -16,2  | -12,3   | 1,5  |
| 2023 April                                | 1,2  | -10,1          | 108,1   | 2,7   | 7,8           | 1,7                             | -2,5           | 68,8  | 1,0   | -7,0          | -9,0   | 1,0   | -1,4   |
| Mai                                       | 0,2  | -11,9          | 119,0   | 2,3   | 12,1          | 1,3                             | -3,6           | 83,3  | 0,4   | 18,9          | -10,0  | -1,2  | -3,2   |
| Juni                                      | 0,8  | -12,6          | 125,1   | 2,2   | 10,3          | 1,1                             | -4,5           | 97,2  | -0,2  | 20,8          | -14,2  | 1,0   | -2,0   |
| Juli                                      | -0,6   | -14,1          | 118,2   | 2,1   | 13,5          | 0,7                             | -5,8           | 111,7   | -0,9  | 6,3           | -15,4  | -9,5  | -1,7   |
| Aug.                                      | -2,3   | -15,7          | 107,4   | 1,0   | 37,6          | 0,2                             | -6,7           | 124,0   | -2,3  | -1,0          | -18,8  | -7,5  | -2,5   |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | -1,3   | -14,1          | 90,4  | 0,4   | 82,2          | -0,2                            | -7,4           | 127,1   | -3,2  | -14,6         | -16,2  | -12,3   | 1,5  |

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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>                           |                                  |             |                       |  |             |  |                                    |   |  |                       |  |                                  |
| 2020                                      | 5 906,9                          | 998,1       | 4 896,9               | 14 323,0                                   | 11 911,0    | 12 289,7   | 4 706,6                            | 6 132,9   | 904,7  | 166,8                 | 1 547,5  | 864,5                            |
| 2021                                      | 6 542,7                          | 996,6       | 5 544,3               | 14 802,7                                   | 12 332,1    | 12 716,3   | 4 861,3                            | 6 373,6   | 937,6  | 159,7                 | 1 582,4  | 888,1                            |
| 2022                                      | 6 374,0                          | 1 007,3     | 5 341,6               | 15 387,5                                   | 12 981,3    | 13 177,5   | 5 126,9                            | 6 633,2   | 1 074,7  | 146,5                 | 1 569,9  | 836,3                            |
| 2022 Q4                                   | 6 374,0                          | 1 007,3     | 5 341,6               | 15 387,5                                   | 12 981,3    | 13 177,5   | 5 126,9                            | 6 633,2   | 1 074,7  | 146,5                 | 1 569,9  | 836,3                            |
| 2023 Q1                                   | 6 358,0                          | 995,7       | 5 337,4               | 15 415,3                                   | 13 013,9    | 13 204,4   | 5 131,0                            | 6 666,0   | 1 078,5  | 138,5                 | 1 552,0  | 849,4                            |
| Q2  | 6 269,7                          | 986,0       | 5 258,3               | 15 425,4                                   | 12 979,0    | 13 205,8   | 5 130,7                            | 6 633,4   | 1 071,0  | 144,0                 | 1 576,4  | 869,9                            |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | 6 211,5                          | 991,4       | 5 195,0               | 15 445,0                                   | 12 994,7    | 13 218,3   | 5 118,5                            | 6 636,0   | 1 101,7  | 138,5                 | 1 576,8  | 873,4                            |
| 2023 April                                | 6 319,0                          | 981,7       | 5 312,2               | 15 422,6                                   | 13 000,7    | 13 202,3   | 5 124,9                            | 6 666,7   | 1 064,5  | 144,6                 | 1 564,3  | 857,7                            |
| Mai                                       | 6 262,1                          | 990,6       | 5 245,9               | 15 445,4                                   | 13 000,6    | 13 228,2   | 5 134,9                            | 6 631,4   | 1 092,7  | 141,6                 | 1 582,5  | 862,3                            |
| Juni                                      | 6 269,7                          | 986,0       | 5 258,3               | 15 425,4                                   | 12 979,0    | 13 205,8   | 5 130,7                            | 6 633,4   | 1 071,0  | 144,0                 | 1 576,4  | 869,9                            |
| Juli                                      | 6 228,4                          | 983,1       | 5 219,8               | 15 443,1                                   | 12 993,1    | 13 219,5   | 5 135,4                            | 6 626,3   | 1 095,9  | 135,5                 | 1 572,2  | 877,8                            |
| Aug.                                      | 6 253,5                          | 987,7       | 5 240,8               | 15 417,3                                   | 12 967,5    | 13 188,1   | 5 118,4                            | 6 632,5   | 1 085,8  | 130,8                 | 1 572,3  | 877,5                            |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 6 211,5                          | 991,4       | 5 195,0               | 15 445,0                                   | 12 994,7    | 13 218,3   | 5 118,5                            | 6 636,0   | 1 101,7  | 138,5                 | 1 576,8  | 873,4                            |
| <b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b> |                                  |             |                       |  |             |  |                                    |   |  |                       |  |                                  |
| 2020                                      | 1 040,0                          | 13,5        | 1 026,4               | 733,6                                      | 534,7       | 555,5  | 287,6                              | 209,3   | 20,7   | 17,1                  | 170,7  | 28,2                             |
| 2021                                      | 665,6                            | -0,4        | 675,6                 | 561,9                                      | 473,9       | 507,3  | 175,9                              | 261,8   | 46,4   | -10,2                 | 78,9   | 9,2                              |
| 2022                                      | 177,1                            | 9,9         | 166,4                 | 634,6                                      | 623,2       | 680,1  | 268,5                              | 242,3   | 125,4  | -13,0                 | 17,8   | -6,4                             |
| 2022 Q4                                   | 44,3                             | 4,1         | 39,7                  | 3,6  | -31,7       | 11,5   | -17,3                              | 27,3  | -27,5  | -14,2                 | 22,6   | 12,7                             |
| 2023 Q1                                   | -80,5                            | -19,8       | -60,6                 | -6,1                                       | 6,8         | 3,3  | -2,9                               | 14,1  | 3,4  | -7,8                  | -20,9  | 8,0                              |
| Q2  | -85,4                            | -9,6        | -76,2                 | 10,7                                       | -29,6       | 4,3  | 4,1                                | -29,9   | -9,2   | 5,5                   | 23,9   | 16,4                             |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -13,1                            | 4,7         | -17,4                 | 26,6                                       | 21,7        | 19,7   | -4,7                               | 5,0   | 26,9   | -5,5                  | 1,1  | 3,8                              |
| 2023 April                                | -34,4                            | -14,0       | -20,5                 | 7,8  | -9,5        | 2,4  | -2,7                               | 1,9   | -14,8  | 6,2                   | 12,2   | 5,1                              |
| Mai                                       | -63,3                            | 8,9         | -72,7                 | 18,3                                       | -5,3        | 18,9   | 7,7                                | -35,4   | 25,4   | -3,1                  | 17,0   | 6,7                              |
| Juni                                      | 12,3                             | -4,5        | 17,1                  | -15,5                                      | -14,8       | -17,1  | -0,9                               | 3,6   | -19,9  | 2,4                   | -5,3   | 4,6                              |
| Juli                                      | -40,4                            | -3,0        | -37,6                 | 20,8                                       | 18,5        | 17,2   | 7,2                                | -6,2  | 26,0   | -8,5                  | -4,5   | 6,8                              |
| Aug.                                      | 22,6                             | 4,0         | 19,1                  | -25,4                                      | -24,7       | -30,1  | -15,6                              | 6,3   | -10,6  | -4,8                  | 0,0  | -0,7                             |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 4,7                              | 3,7         | 1,1                   | 31,1                                       | 27,9        | 32,6   | 3,7                                | 4,9   | 11,5   | 7,7                   | 5,5  | -2,3                             |
| <b>Wachstumsraten</b>                     |                                  |             |                       |  |             |  |                                    |   |  |                       |  |                                  |
| 2020                                      | 22,1                             | 1,4         | 27,8                  | 5,3  | 4,7         | 4,7  | 6,4                                | 3,5   | 2,3  | 10,2                  | 11,4   | 3,4                              |
| 2021                                      | 11,3                             | 0,0         | 13,8                  | 3,9  | 4,0         | 4,1  | 3,7                                | 4,3   | 5,1  | -4,6                  | 5,2  | 1,1                              |
| 2022                                      | 2,8                              | 1,0         | 3,1                   | 4,3  | 5,0         | 5,4  | 5,5                                | 3,8   | 13,4   | -7,9                  | 1,1  | -0,6                             |
| 2022 Q4                                   | 2,8                              | 1,0         | 3,1                   | 4,3  | 5,0         | 5,4  | 5,5                                | 3,8   | 13,4   | -7,9                  | 1,1  | -0,6                             |
| 2023 Q1                                   | -0,1                             | -1,4        | 0,2                   | 2,9  | 3,5         | 3,9  | 4,5                                | 2,9   | 4,9  | -9,8                  | -1,4   | 1,9                              |
| Q2  | -2,5                             | -2,3        | -2,5                  | 1,5  | 1,4         | 2,0  | 2,4                                | 1,1   | 0,5  | -12,1                 | 1,0  | 4,4                              |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -2,1                             | -2,0        | -2,1                  | 0,2  | -0,3        | 0,3  | -0,4                               | 0,3   | -0,6   | -13,8                 | 1,7  | 4,9                              |
| 2023 April                                | -0,8                             | -2,9        | -0,5                  | 2,5  | 2,9         | 3,3  | 3,8                                | 2,6   | 2,7  | -9,5                  | -1,3   | 3,0                              |
| Mai                                       | -2,2                             | -1,7        | -2,3                  | 2,2  | 2,1         | 2,8  | 3,2                                | 1,5   | 3,3  | -13,0                 | 2,3  | 2,5                              |
| Juni                                      | -2,5                             | -2,3        | -2,5                  | 1,5  | 1,4         | 2,0  | 2,4                                | 1,1   | 0,5  | -12,1                 | 1,0  | 4,4                              |
| Juli                                      | -2,9                             | -2,3        | -3,0                  | 1,3  | 1,1         | 1,6  | 1,7                                | 0,7   | 3,2  | -15,1                 | 1,1  | 5,4                              |
| Aug.                                      | -2,1                             | -2,0        | -2,1                  | 0,6  | 0,1         | 0,7  | 0,1                                | 0,5   | 0,6  | -14,1                 | 1,6  | 5,2                              |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | -2,1                             | -2,0        | -2,1                  | 0,2  | -0,3        | 0,3  | -0,4                               | 0,3   | -0,6   | -13,8                 | 1,7  | 4,9                              |

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>                           |  |                                  |               |                                 |                  |                                 |                                  |                  |                    |                  |
| 2020                                      | 4 706,6  | 4 828,7                          | 893,8         | 1 009,1                         | 2 803,6          | 6 132,9                         | 6 402,6                          | 700,7            | 4 725,1            | 707,1            |
| 2021                                      | 4 861,3  | 4 993,1                          | 885,3         | 1 005,5                         | 2 970,5          | 6 373,6                         | 6 638,4                          | 698,5            | 4 971,1            | 703,9            |
| 2022                                      | 5 126,9  | 5 135,6                          | 963,3         | 1 079,3                         | 3 084,3          | 6 633,2                         | 6 832,7                          | 717,6            | 5 215,0            | 700,7            |
| 2022 Q4                                   | 5 126,9  | 5 135,6                          | 963,3         | 1 079,3                         | 3 084,3          | 6 633,2                         | 6 832,7                          | 717,6            | 5 215,0            | 700,7            |
| 2023 Q1                                   | 5 131,0  | 5 144,8                          | 939,9         | 1 093,0                         | 3 098,1          | 6 666,0                         | 6 871,4                          | 723,6            | 5 236,1            | 706,3            |
| Q2  | 5 130,7  | 5 144,1                          | 924,7         | 1 086,5                         | 3 119,5          | 6 633,4                         | 6 866,2                          | 725,5            | 5 207,7            | 700,2            |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | 5 118,5  | 5 134,9                          | 909,1         | 1 087,4                         | 3 122,0          | 6 636,0                         | 6 865,8                          | 732,9            | 5 211,2            | 691,8            |
| 2023 April                                | 5 124,9  | 5 142,4                          | 929,8         | 1 094,3                         | 3 100,7          | 6 666,7                         | 6 871,9                          | 725,1            | 5 237,6            | 704,0            |
| Mai                                       | 5 134,9  | 5 145,6                          | 924,5         | 1 096,0                         | 3 114,4          | 6 631,4                         | 6 870,1                          | 726,0            | 5 204,3            | 701,2            |
| Juni                                      | 5 130,7  | 5 144,1                          | 924,7         | 1 086,5                         | 3 119,5          | 6 633,4                         | 6 866,2                          | 725,5            | 5 207,7            | 700,2            |
| Juli                                      | 5 135,4  | 5 147,1                          | 922,7         | 1 087,9                         | 3 124,8          | 6 626,3                         | 6 857,9                          | 727,1            | 5 203,7            | 695,4            |
| Aug.                                      | 5 118,4  | 5 125,6                          | 903,4         | 1 084,3                         | 3 130,7          | 6 632,5                         | 6 863,2                          | 729,8            | 5 209,5            | 693,2            |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 5 118,5  | 5 134,9                          | 909,1         | 1 087,4                         | 3 122,0          | 6 636,0                         | 6 865,8                          | 732,9            | 5 211,2            | 691,8            |
| <b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b> |  |                                  |               |                                 |                  |                                 |                                  |                  |                    |                  |
| 2020                                      | 287,6  | 324,9                            | -53,5         | 138,5                           | 202,6            | 209,3                           | 193,7                            | -11,6            | 210,8              | 10,2             |
| 2021                                      | 175,9  | 208,0                            | -1,4          | 2,4                             | 174,9            | 261,8                           | 267,2                            | 10,7             | 255,0              | -3,9             |
| 2022                                      | 268,5  | 308,3                            | 78,4          | 77,6                            | 112,5            | 242,3                           | 249,8                            | 22,7             | 218,5              | 1,1              |
| 2022 Q4                                   | -17,3  | 7,6                              | -38,1         | 18,2                            | 2,7              | 27,3                            | 36,0                             | 5,2              | 21,9               | 0,2              |
| 2023 Q1                                   | -2,9   | 3,3                              | -21,1         | 10,9                            | 7,2              | 14,1                            | 21,5                             | 4,2              | 14,7               | -4,9             |
| Q2  | 4,1  | 1,8                              | -13,7         | -4,7                            | 22,4             | -29,9                           | -3,4                             | 3,4              | -27,9              | -5,4             |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -4,7   | -1,2                             | -14,9         | 0,7                             | 9,5              | 5,0                             | 2,6                              | 9,3              | 3,8                | -8,1             |
| 2023 April                                | -2,7   | 0,6                              | -8,9          | 3,0                             | 3,2              | 1,9                             | 2,5                              | 2,0              | 1,7                | -1,9             |
| Mai                                       | 7,7  | 0,5                              | -6,6          | 1,2                             | 13,1             | -35,4                           | -3,5                             | 1,3              | -33,8              | -2,9             |
| Juni                                      | -0,9   | 0,7                              | 1,8           | -8,9                            | 6,1              | 3,6                             | -2,3                             | 0,1              | 4,1                | -0,7             |
| Juli                                      | 7,2  | 4,8                              | -0,7          | 1,6                             | 6,2              | -6,2                            | -7,2                             | 2,5              | -3,9               | -4,8             |
| Aug.                                      | -15,6  | -19,9                            | -20,4         | -3,4                            | 8,1              | 6,3                             | 5,3                              | 3,0              | 5,6                | -2,3             |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 3,7  | 14,0                             | 6,2           | 2,4                             | -4,9             | 4,9                             | 4,5                              | 3,9              | 2,0                | -1,0             |
| <b>Wachstumsraten</b>                     |  |                                  |               |                                 |                  |                                 |                                  |                  |                    |                  |
| 2020                                      | 6,4  | 7,1                              | -5,6          | 15,9                            | 7,7              | 3,5                             | 3,1                              | -1,6             | 4,7                | 1,5              |
| 2021                                      | 3,7  | 4,3                              | -0,1          | 0,2                             | 6,2              | 4,3                             | 4,2                              | 1,5              | 5,4                | -0,5             |
| 2022                                      | 5,5  | 6,4                              | 8,8           | 7,7                             | 3,8              | 3,8                             | 3,8                              | 3,3              | 4,4                | 0,2              |
| 2022 Q4                                   | 5,5  | 6,4                              | 8,8           | 7,7                             | 3,8              | 3,8                             | 3,8                              | 3,3              | 4,4                | 0,2              |
| 2023 Q1                                   | 4,5  | 5,2                              | 4,0           | 9,1                             | 3,0              | 2,9                             | 2,9                              | 3,1              | 3,3                | -0,7             |
| Q2  | 2,4  | 3,0                              | -1,9          | 6,3                             | 2,5              | 1,1                             | 1,7                              | 2,5              | 1,3                | -1,7             |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -0,4   | 0,2                              | -8,8          | 2,4                             | 1,4              | 0,3                             | 0,8                              | 3,1              | 0,2                | -2,6             |
| 2023 April                                | 3,8  | 4,7                              | 1,6           | 8,6                             | 2,9              | 2,6                             | 2,5                              | 3,1              | 3,0                | -1,0             |
| Mai                                       | 3,2  | 4,0                              | -0,7          | 8,2                             | 2,7              | 1,5                             | 2,0                              | 2,8              | 1,8                | -1,5             |
| Juni                                      | 2,4  | 3,0                              | -1,9          | 6,3                             | 2,5              | 1,1                             | 1,7                              | 2,5              | 1,3                | -1,7             |
| Juli                                      | 1,7  | 2,2                              | -3,1          | 5,1                             | 2,0              | 0,7                             | 1,3                              | 2,5              | 0,8                | -2,1             |
| Aug.                                      | 0,1  | 0,7                              | -7,8          | 2,6                             | 1,8              | 0,5                             | 1,0                              | 3,0              | 0,5                | -2,5             |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | -0,4   | 0,2                              | -8,8          | 2,4                             | 1,4              | 0,3                             | 0,8                              | 3,1              | 0,2                | -2,6             |

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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 |       |       |
| 1   | 2   | 3   | 4  | 5  | 6  | 7                     | 8   | 9        | 10    |       |
| <b>Bestände</b>                           |   |   |  |  |  |                       |   |          |       |       |
| 2020                                      | 723,2   | 6 955,9   | 1 913,6  | 42,2   | 1 990,8  | 3 009,2               | 1 441,4   | 487,3    | 136,7 | 141,1 |
| 2021                                      | 762,6   | 6 886,1   | 1 837,3  | 37,1   | 1 997,2  | 3 014,4               | 1 377,7   | 435,9    | 128,5 | 136,8 |
| 2022                                      | 683,4   | 6 736,6   | 1 780,8  | 31,0   | 2 119,3  | 2 805,6               | 1 333,6   | 410,9    | 137,8 | 147,6 |
| 2022 Q4                                   | 683,4   | 6 736,6   | 1 780,8  | 31,0   | 2 119,3  | 2 805,6               | 1 333,6   | 410,9    | 137,8 | 147,6 |
| 2023 Q1                                   | 580,0   | 6 899,6   | 1 792,7  | 39,2   | 2 171,2  | 2 896,5               | 1 434,9   | 331,2    | 152,1 | 165,8 |
| Q2  | 477,6   | 6 969,7   | 1 807,5  | 44,3   | 2 232,3  | 2 885,5               | 1 472,4   | 293,6    | 168,6 | 172,6 |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | 452,6   | 7 123,8   | 1 826,2  | 53,2   | 2 368,1  | 2 876,3               | 1 632,3   | 305,0    | 153,5 | 163,3 |
| 2023 April                                | 586,5   | 6 911,4   | 1 807,4  | 40,0   | 2 168,6  | 2 895,4               | 1 448,2   | 319,2    | 153,3 | 161,9 |
| Mai                                       | 483,7   | 6 983,4   | 1 806,0  | 41,8   | 2 213,1  | 2 922,5               | 1 472,5   | 290,0    | 174,0 | 184,1 |
| Juni                                      | 477,6   | 6 969,7   | 1 807,5  | 44,3   | 2 232,3  | 2 885,5               | 1 472,4   | 293,6    | 168,6 | 172,6 |
| Juli                                      | 457,5   | 7 081,6   | 1 807,0  | 46,7   | 2 319,9  | 2 907,9               | 1 552,7   | 272,9    | 153,8 | 156,4 |
| Aug.                                      | 426,6   | 7 121,1   | 1 806,5  | 50,2   | 2 339,8  | 2 924,5               | 1 570,5   | 242,4    | 165,9 | 161,8 |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 452,6   | 7 123,8   | 1 826,2  | 53,2   | 2 368,1  | 2 876,3               | 1 632,3   | 305,0    | 153,5 | 163,3 |
| <b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b> |   |   |  |  |  |                       |   |          |       |       |
| 2020                                      | 299,6   | -35,8   | -15,1  | -8,0   | -101,1   | 88,3                  | -66,4   | 145,6    | -43,6 | -47,5 |
| 2021                                      | 40,0  | -37,2   | -75,1  | -5,0   | -39,7  | 82,5                  | -110,7  | -98,7    | -8,3  | -4,3  |
| 2022                                      | -76,0   | 29,3  | -89,8  | -5,2   | 15,4   | 108,8                 | -71,2   | -196,5   | 10,5  | 17,9  |
| 2022 Q4                                   | 40,8  | 59,9  | -15,2  | 0,3  | 56,5   | 18,3                  | 52,2  | -79,2    | -10,2 | 1,0   |
| 2023 Q1                                   | -110,1  | 85,3  | 8,3  | 3,6  | 63,7   | 9,7                   | 72,2  | -76,6    | 15,0  | 18,9  |
| Q2  | -102,1  | 94,1  | 13,9   | 5,1  | 61,6   | 13,5                  | 91,5  | -71,9    | 16,5  | 6,7   |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -25,1   | 92,4  | 17,7   | 8,9  | 43,6   | 22,2                  | 117,1   | -67,6    | -13,2 | -6,0  |
| 2023 April                                | 6,5   | 21,8  | 15,4   | 0,8  | 4,0  | 1,6                   | 29,2  | -17,8    | 1,2   | -3,9  |
| Mai                                       | -102,7  | 42,5  | -4,1   | 1,8  | 31,4   | 13,4                  | 5,7   | -42,6    | 20,7  | 22,2  |
| Juni                                      | -5,9  | 29,7  | 2,6  | 2,5  | 26,1   | -1,5                  | 56,6  | -11,4    | -5,4  | -11,5 |
| Juli                                      | -20,2   | 30,0  | 0,2  | 2,4  | 15,3   | 12,1                  | 39,5  | -60,1    | -14,8 | -16,2 |
| Aug.                                      | -30,9   | 24,6  | -0,5   | 3,4  | 14,5   | 7,2                   | 13,4  | -44,0    | 12,1  | 5,4   |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | 25,9  | 37,8  | 18,0   | 3,0  | 13,9   | 2,9                   | 64,2  | 36,5     | -10,6 | 4,8   |
| <b>Wachstumsraten</b>                     |   |   |  |  |  |                       |   |          |       |       |
| 2020                                      | 84,6  | -0,5  | -0,8   | -15,8  | -4,7   | 3,0                   | -   | -        | -24,2 | -25,2 |
| 2021                                      | 5,5   | -0,5  | -3,9   | -11,9  | -2,0   | 2,8                   | -   | -        | -6,0  | -3,0  |
| 2022                                      | -10,0   | 0,4   | -4,8   | -14,3  | 0,6  | 3,8                   | -   | -        | 7,9   | 12,7  |
| 2022 Q4                                   | -10,0   | 0,4   | -4,8   | -14,3  | 0,6  | 3,8                   | -   | -        | 7,9   | 12,7  |
| 2023 Q1                                   | -22,6   | 2,2   | -3,3   | -1,3   | 4,9  | 3,7                   | -   | -        | -4,2  | 1,3   |
| Q2  | -37,7   | 3,4   | -2,2   | 26,9   | 8,7  | 2,8                   | -   | -        | 1,7   | 10,2  |
| Q3 <sup>(p)</sup>                         | -30,4   | 4,9   | 1,4  | 52,3   | 10,9   | 2,2                   | -   | -        | 5,5   | 14,1  |
| 2023 April                                | -23,9   | 2,3   | -2,3   | 1,7  | 5,0  | 3,0                   | -   | -        | -16,0 | -5,3  |
| Mai                                       | -35,0   | 3,1   | -2,5   | 17,9   | 7,5  | 3,3                   | -   | -        | -4,2  | 8,2   |
| Juni                                      | -37,7   | 3,4   | -2,2   | 26,9   | 8,7  | 2,8                   | -   | -        | 1,7   | 10,2  |
| Juli                                      | -39,0   | 3,8   | -1,5   | 35,7   | 9,7  | 2,5                   | -   | -        | -10,9 | -1,6  |
| Aug.                                      | -35,1   | 4,4   | -0,4   | 42,1   | 10,2   | 2,8                   | -   | -        | 5,9   | 11,5  |
| Sept. <sup>(p)</sup>                      | -30,4   | 4,9   | 1,4  | 52,3   | 10,9   | 2,2                   | -   | -        | 5,5   | 14,1  |

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:<br>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 Q3 | -3,2               | .            | .      | .         | .                  | -1,6                          |
| Q4      | -3,6               | .            | .      | .         | .                  | -1,9                          |
| 2023 Q1 | -3,7               | .            | .      | .         | .                  | -2,0                          |
| Q2      | -3,8               | .            | .      | .         | .                  | -2,1                          |

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

|         | Einnahmen |                    |                      |                          |  |           | Ausgaben                 |               |                   |                     |     |      | Vermögens-<br>wirksame<br>Ausgaben |
|---------|-----------|--------------------|----------------------|--------------------------|--|-----------|--------------------------|---------------|-------------------|---------------------|-----|------|------------------------------------|
|         | Insgesamt | Laufende Einnahmen |                      |                          | Ver-<br>mögens-<br>wirksame<br>Einnahmen | Insgesamt | Laufende Ausgaben        |               |                   |                     |     |      |                                    |
|         |           | Direkte<br>Steuern | Indirekte<br>Steuern | Nettosozial-<br>beiträge |  |           | Arbeitnehmer-<br>entgelt | Vorleistungen | Zins-<br>ausgaben | Sozial-<br>ausgaben |     |      |                                    |
|         | 1         | 2                  | 3                    | 4                        | 5  | 6         | 7                        | 8             | 9                 | 10                  | 11  | 12   | 13                                 |
| 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 Q3 | 47,1      | 46,4               | 13,6                 | 13,1                     | 14,9                                     | 0,7       | 50,3                     | 45,4          | 9,9               | 5,9                 | 1,6 | 22,9 | 4,9                                |
| 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 | 46,7      | 45,9               | 13,5                 | 12,8                     | 14,8                                     | 0,8       | 50,3                     | 45,3          | 9,8               | 5,8                 | 1,7 | 22,7 | 5,1                                |
| Q2      | 46,5      | 45,7               | 13,4                 | 12,7                     | 14,8                                     | 0,8       | 50,3                     | 45,2          | 9,8               | 5,8                 | 1,7 | 22,7 | 5,1                                |

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

### 6.3 Verschuldung

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

|         | Insge-<br>samt | Schuldart                  |         |                                 | Gläubiger                |                    |                  | Ursprungslaufzeit  |                  | Restlaufzeit                             |                     |  | Währung             |     |
|---------|----------------|----------------------------|---------|---------------------------------|--------------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--|---------------------|--|---------------------|-----|
|         |                | Bargeld<br>und<br>Einlagen | Kredite | Schuld-<br>verschrei-<br>bungen | Gebietsansässige<br>MFIs | Gebiets-<br>fremde | Bis zu<br>1 Jahr | Mehr als<br>1 Jahr | Bis zu<br>1 Jahr | Mehr als<br>1 Jahr<br>bis zu<br>5 Jahren | Mehr als<br>5 Jahre | Euro oder Euro-<br>Vorgänger-<br>währungen | Andere<br>Währungen |     |
|         |                |                            |         |                                 |                          |                    |                  |                    |                  |  |                     |  |                     | 1   |
| 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             | 16,5                                     | 28,7                | 45,7                                       | 90,0                | 0,9 |
| 2022 Q3 | 92,2           | 2,9                        | 13,5    | 75,8                            | .                        | ..                 | .                | .                  | .                | .  | .                   | .  | .                   | .   |
| 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                            | .                        | ..                 | .                | .                  | .                | .  | .                   | .  | .                   | .   |

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 Q3 | -4,5  | 1,6          | -0,2                     | 0,1   | -0,4                 | 0,3     | 0,0                   | 0,2  | 0,4  | -0,6     | -6,0                    | 2,6                                 |
| 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      | -3,1  | 2,1          | -0,8                     | -1,0  | -1,4                 | 0,2     | 0,2                   | 0,1  | 0,7  | -0,5     | -4,5                    | 2,3                                 |

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      |
| 2020       | 14,9  | 13,5                          | 4,2                           | 1,4                           | 0,4                           | 7,6  | 2,0  | 1,2                 | -0,1      | 2,2                        | 2,1           | 0,0      | 0,8     |
| 2021       | 14,0  | 12,8                          | 4,2                           | 1,3                           | 0,3                           | 7,9  | 1,6  | 1,1                 | -0,4      | 1,9                        | 1,9           | -0,1     | 0,5     |
| 2022       | 13,2  | 11,9                          | 4,2                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,0  | 1,6  | 1,2                 | 0,4       | 1,8                        | 1,9           | 1,1      | 0,5     |
| 2022 Q2    | 13,5  | 12,3                          | 4,4                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,0  | 1,6  | 1,1                 | -0,2      | 1,9                        | 1,8           | 0,1      | 0,4     |
| Q3         | 13,0  | 11,8                          | 3,7                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,1  | 1,6  | 1,1                 | 0,0       | 1,9                        | 1,9           | 0,6      | 0,4     |
| Q4         | 13,2  | 11,9                          | 4,2                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,0  | 1,6  | 1,2                 | 0,4       | 1,8                        | 1,9           | 1,1      | 0,5     |
| 2023 Q1    | 13,6  | 12,3                          | 4,3                           | 1,2                           | 0,3                           | 8,1  | 1,8  | 1,3                 | 1,0       | 1,9                        | 2,0           | 2,1      | 0,7     |
| 2023 April | 13,4  | 12,2                          | 4,0                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,1  | 1,8  | 1,3                 | 1,1       | 1,9                        | 2,0           | 2,4      | 0,9     |
| Mai        | 13,4  | 12,1                          | 3,4                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,2  | 1,8  | 1,3                 | 1,2       | 1,9                        | 2,0           | 2,6      | 1,0     |
| Juni       | 13,7  | 12,4                          | 3,6                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,1  | 1,9  | 1,3                 | 1,4       | 1,9                        | 2,0           | 2,8      | 1,1     |
| Juli       | 13,7  | 12,3                          | 4,0                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,1  | 1,9  | 1,3                 | 1,5       | 2,0                        | 1,9           | 3,0      | 1,2     |
| Aug.       | 13,6  | 12,2                          | 4,0                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,1  | 1,9  | 1,3                 | 1,6       | 2,0                        | 1,9           | 3,2      | 1,4     |
| Sept.      | 13,9  | 12,5                          | 3,8                           | 1,3                           | 0,3                           | 8,1  | 1,9  | 1,2                 | 1,8       | 2,0                        | 1,9           | 3,3      | 1,5     |

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<br>1   | Deutschland<br>2 | Estland<br>3    | Irland<br>4 | Griechenland<br>5 | Spanien<br>6     | Frankreich<br>7 | Kroatien<br>8   | Italien<br>9   | Zypern<br>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 Q3            | -3,5           | -1,8             | -0,3            | 1,6         | -3,1              | -4,1             | -4,3            | 0,4             | -7,7           | 2,4            |
| Q4                 | -3,5           | -2,5             | -1,0            | 1,7         | -2,4              | -4,7             | -4,8            | 0,1             | -8,0           | 2,4            |
| 2023 Q1            | -4,0           | -3,1             | -1,3            | 2,1         | -2,5              | -4,3             | -4,5            | -0,2            | -8,1           | 3,1            |
| Q2                 | -4,1           | -3,4             | -1,7            | 2,2         | -2,4              | -4,4             | -4,7            | -0,4            | -8,0           | 3,4            |
| 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 Q3            | 105,6          | 66,8             | 15,9            | 48,5        | 175,9             | 114,0            | 113,5           | 69,8            | 143,1          | 89,7           |
| Q4                 | 104,3          | 66,1             | 18,5            | 44,4        | 171,4             | 111,6            | 111,8           | 68,2            | 141,7          | 85,6           |
| 2023 Q1            | 106,4          | 65,7             | 17,2            | 43,6        | 168,6             | 111,2            | 112,4           | 69,1            | 140,9          | 83,1           |
| Q2                 | 106,0          | 64,6             | 18,5            | 43,1        | 166,5             | 111,2            | 111,9           | 66,5            | 142,4          | 85,3           |
|                    | Lettland<br>11 | Litauen<br>12    | Luxemburg<br>13 | Malta<br>14 | Niederlande<br>15 | Österreich<br>16 | Portugal<br>17  | Slowenien<br>18 | Slowakei<br>19 | Finnland<br>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 Q3            | -4,3           | 0,8              | 0,6             | -5,4        | -0,3              | -3,0             | 1,0             | -3,0            | -2,7           | -0,8           |
| Q4                 | -4,6           | -0,7             | -0,3            | -5,7        | -0,1              | -3,5             | -0,3            | -3,0            | -2,0           | -0,8           |
| 2023 Q1            | -4,3           | -1,2             | -0,6            | -4,9        | -0,1              | -3,5             | 0,1             | -3,2            | -2,6           | -0,9           |
| Q2                 | -3,0           | -1,3             | -0,8            | -4,3        | -0,2              | -4,1             | 0,0             | -3,1            | -3,4           | -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 Q3            | 40,1           | 37,0             | 24,7            | 51,9        | 48,2              | 81,3             | 118,4           | 74,4            | 57,5           | 71,8           |
| Q4                 | 41,0           | 38,1             | 24,7            | 52,3        | 50,1              | 78,4             | 112,4           | 72,3            | 57,8           | 73,3           |
| 2023 Q1            | 43,0           | 38,1             | 28,4            | 52,4        | 48,3              | 80,3             | 112,4           | 72,0            | 58,0           | 73,3           |
| Q2                 | 39,5           | 38,1             | 28,2            | 50,7        | 46,9              | 78,6             | 110,1           | 70,5            | 59,6           | 74,6           |

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2023

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 25. Oktober 2023.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-23-007-DE-N (Online-Version)