



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2024



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Konjunktorentwicklung	13
3 Preise und Kosten	20
4 Finanzmarktentwicklungen	26
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	29
Kästen	38
1 Der Welthandel in der Zeit nach der Pandemie	38
2 Ist der EMI ein verlässlicher Indikator für das Nowcasting des realen BIP im Euroraum?	46
3 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	50
4 Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen klimaschutzbezogener Transitionsmaßnahmen	55
5 Vulnerabilität der in die SAFE-Umfrage einbezogenen Unternehmen	62
6 Fehlerhafte geldpolitische Erwartungen während des jüngsten Straffungszyklus – Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten	69
7 Schätzungen des natürlichen Zinssatzes im Euroraum: eine aktuelle Betrachtung	72
8 Finanzpolitische Reaktionen auf Energiepreisschock, Inflationsschock und Klimawandel	77
Aufsatz	81
1 Reaktion des Eurosystems auf die aktuellen Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr	81
Statistik	98

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

Auf seiner Sitzung am 25. Januar 2024 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die aktuellen Daten bestätigen weitgehend seine bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Abgesehen von einem energiepreisbedingten aufwärtsgerichteten Basiseffekt bei der Gesamtinflation hat sich der rückläufige Trend der zugrunde liegenden Inflation fortgesetzt. Zudem schlagen die bisherigen Zinserhöhungen weiterhin stark auf die Finanzierungsbedingungen durch. Restriktive Finanzierungsbedingungen dämpfen die Nachfrage, und dies trägt zur Absenkung der Inflation bei.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. 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 gewährleisten, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt werden.

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

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft des Euroraums dürfte im Schlussquartal 2023 stagniert haben.¹ Die aktuellen Daten deuten auf kurze Sicht weiterhin auf eine schwache Entwicklung hin. Allerdings legen einige zukunftsgerichtete Umfrageindikatoren nahe, dass das Wachstum längerfristig anziehen wird.

Der Arbeitsmarkt hat sich weiterhin robust entwickelt. Die Arbeitslosenquote ist im November mit 6,4 % auf ihren niedrigsten Stand seit Einführung des Euro zurückgefallen, und mehr Menschen haben eine Erwerbstätigkeit aufgenommen. Zugleich schwächt sich die Nachfrage nach Arbeitskräften ab, und die Zahl der Stellenausschreibungen geht zurück.

¹ Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 24. Januar 2024. Laut der am 30. Januar 2024 veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat blieb das reale BIP des Euroraums im vierten Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal unverändert.

Die Regierungen sollten die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen fortsetzen, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöht. Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf ausgerichtet sein, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum zu steigern sowie die hohen öffentlichen Schuldenquoten allmählich zu verringern. 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. Zugleich können sie den ökologischen und digitalen Wandel unterstützen. Kürzlich hat sich der ECOFIN-Rat auf die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU geeinigt. Nun sollte das Gesetzgebungsverfahren rasch abgeschlossen werden, damit die neuen Regelungen unverzüglich umgesetzt werden können. Außerdem ist es unerlässlich, auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion und zur Vollendung der Bankenunion schneller voranzukommen.

Inflation

Die Inflation erhöhte sich im Dezember 2023 auf 2,9 %. Grund hierfür war, dass einige der vergangenen finanzpolitischen Maßnahmen zur Abfederung der Auswirkungen hoher Energiepreise aus der Jahresinflationsrate herausgefallen sind. Allerdings war der Wiederanstieg schwächer als erwartet.² Lässt man diesen Basiseffekt außer Acht, setzte sich der allgemeine Abwärtstrend der Inflation fort. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln sank im Dezember auf 6,1 %. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel ging ebenfalls erneut zurück, und zwar auf 3,4 %. Dies war einem geringeren Preisauftrieb bei Waren von 2,5 % zuzuschreiben. Bei den Dienstleistungen lag die Teuerung unverändert bei 4,0 %.

Die Inflation dürfte im Jahresverlauf 2024 weiter nachlassen, wenn sich die Effekte vergangener Energieschocks, von Angebotsengpässen und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie abschwächen und eine straffere Geldpolitik die Nachfrage weiterhin eindämmt.

Fast alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gingen im Dezember 2023 weiter zurück. Aufgrund der erhöhten Lohnsteigerungen und einer abnehmenden Arbeitsproduktivität bleibt der binnenwirtschaftliche Preisdruck hoch, wenngleich auch dieser allmählich nachlässt. Zugleich begann sich der Inflationseffekt steigender Lohnstückkosten aufgrund geringerer Stückgewinne abzuschwächen. Die Messgrößen der kürzerfristigen Inflationserwartungen sind deutlich gesunken, während jene der längerfristigen Inflationserwartungen zumeist bei rund 2 % liegen.

² Der Schnellschätzung von Eurostat vom 1. Februar 2024 zufolge sank die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Januar 2024 auf 2,8 %.

Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum ebenfalls belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten gehen wesentliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb an Zuversicht verlieren, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Das Wachstum könnte höher ausfallen, wenn aufgrund der steigenden Realeinkommen die Konsumausgaben stärker anziehen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wächst als erwartet.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählen die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere jene im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel beeinträchtigen. Zudem könnte die Inflation höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne deutlicher anziehen als erwartet oder sich die Gewinnmargen als robuster erweisen. Die Teuerung könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt. Darüber hinaus könnte die Inflation auf kurze Sicht rascher sinken, wenn sich die Energiepreise so entwickeln, wie es die aktuelle Abwärtsverschiebung der Markterwartungen bezüglich der künftigen Entwicklung der Öl- und Gaspreise nahelegt.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Bei den Marktzinsen ist seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 14. Dezember 2023 weitgehend eine Seitwärtsbewegung zu beobachten. Die restriktive Geldpolitik des EZB-Rats schlägt nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Zinsen für Unternehmenskredite verringerten sich im November leicht auf 5,2 %, während jene für Immobilienkredite weiter auf 4,0 % anstiegen.

Angesichts der hohen Kreditzinsen ist die Kreditnachfrage im vierten Quartal 2023 erneut gesunken, da Investitionspläne zurückgefahren und weniger Wohnimmobilien gekauft wurden. Dies geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2024 hervor. Angesichts von Bedenken der Banken hinsichtlich der Risiken ihrer Kunden blieben die Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte restriktiv. Sie wurden jedoch weniger stark verschärft als zuvor.

Vor diesem Hintergrund hat sich die Kreditentwicklung leicht verbessert, ist aber insgesamt schwach geblieben. Nachdem die Kreditvergabe an Unternehmen im Oktober 2023 zurückgegangen war, stagnierte sie im November gegenüber dem Vorjahr, da sich die monatliche Vergabe kurzfristiger Kredite erholte. Die Kreditvergabe an private Haushalte erhöhte sich auf Jahressicht verhalten um 0,5 %.

Geldpolitische Beschlüsse

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

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

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

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

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

Fazit

Auf seiner Sitzung am 25. Januar 2024 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung ist 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 gewährleisten, dass die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt werden. Bei der Bestimmung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen.

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

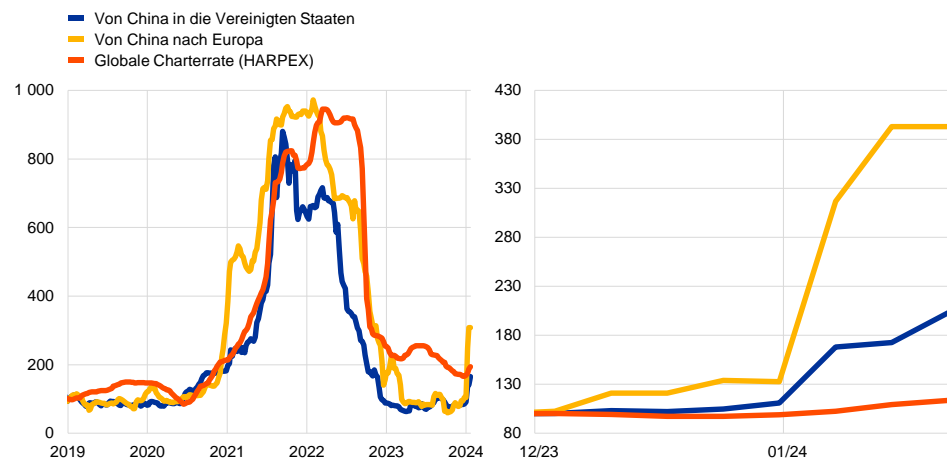
Das Weltwirtschaftswachstum hat sich im vierten Quartal 2023 abgeschwächt. Der positive Einfluss, den die angespannte Arbeitsmarktlage bisher auf die Konsumausgaben hatte, lässt allmählich nach. Zugleich schlägt die zurückliegende geldpolitische Straffung nach wie vor auf die Volkswirtschaften durch. Die Kerninflation war zwar auch im vierten Quartal rückläufig, aber ein weiteres Absinken erfolgt möglicherweise nur langsam, da das Lohnwachstum immer noch hoch ist und nach wie vor über dem langfristigen Durchschnitt liegt. Die Ölpreise sind in der Zeit von der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember 2023 bis zu jener im Januar 2024 vor dem Hintergrund einer gewissen Volatilität gestiegen, weil die Angriffe auf Tanker im Roten Meer die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten verschärft haben. Unterdessen sind die europäischen Gaspreise angesichts der anhaltend schwachen Nachfrage und der gut gefüllten Gasspeicher in der EU gesunken.

Das Weltwirtschaftswachstum hat sich am Jahresende verlangsamt. So deutet der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor darauf hin, dass die Wachstumsrate des realen BIP im vierten Quartal 2023 gesunken ist. Zudem lassen auch hochfrequente Indikatoren wie die globalen Einzelhandelsumsätze auf eine Abschwächung der Konsumausgaben am Jahresende schließen. Sie ist Ausdruck nachlassender Konsumimpulse in den großen Industrieländern, wo sich die Arbeitsmarktlage allmählich entspannt, das nominale Lohnwachstum weniger stark steigt und die von den privaten Haushalten aufgebauten überschüssigen Ersparnisse zurückgegangen sind. Unterdessen wirkt die zurückliegende geldpolitische Straffung weiterhin auf die Weltwirtschaft durch.

Das Wachstum des Welthandels dürfte sich derweil weiter beschleunigen, auch wenn die Störungen im Schiffsverkehr Abwärtsrisiken bergen. Der Warenhandel kehrte im Oktober 2023 wieder in den positiven Wachstumsbereich zurück. Dabei waren in allen Ländern weltweit auf breiter Front Verbesserungen zu beobachten. Der Welthandel wurde dabei durch das Auslaufen von Faktoren gestützt, die nach dem Ende der Pandemie aufgetreten waren und im Vorjahr den Handel belastet hatten. Hierzu zählt etwa der Abbau der im Jahr 2022 aufgestockten Lagerbestände durch die Unternehmen. Allerdings ist diese Normalisierung des Handelswachstums mit Abwärtsrisiken behaftet, da einige Reedereien ihre Passagen durch das Rote Meer und den Suezkanal nach den Angriffen auf Frachtschiffe ausgesetzt haben. Die Lieferzeiten verlängern sich nun, da die Schiffe über die längere Route um das Kap der Guten Hoffnung umgeleitet werden. Derweil sind die Spotraten für Containerschiffungen insbesondere zwischen China und Europa gestiegen (siehe Abbildung 1). Obwohl die Lage nach wie vor sehr unsicher ist, hatte sie bislang deutlich weniger Folgen für die Handelsströme als die pandemiebedingten Störungen des Handels in den Jahren 2021-2022. Dies hängt mit dem vergleichsweise geringeren Anstieg der Nachfrage nach Waren, der größeren Verfügbarkeit von Seefrachtkapazitäten und den derzeit geringeren Rückstaus in den Seehäfen zusammen.

Abbildung 1 Globale Seefrachtkosten

(Indizes: Januar 2019 = 100 (linke Grafik), November 2023 = 100 (rechte Grafik))



Quellen: Bloomberg, Freightos, HARPER PETERSEN und EZB-Berechnungen.

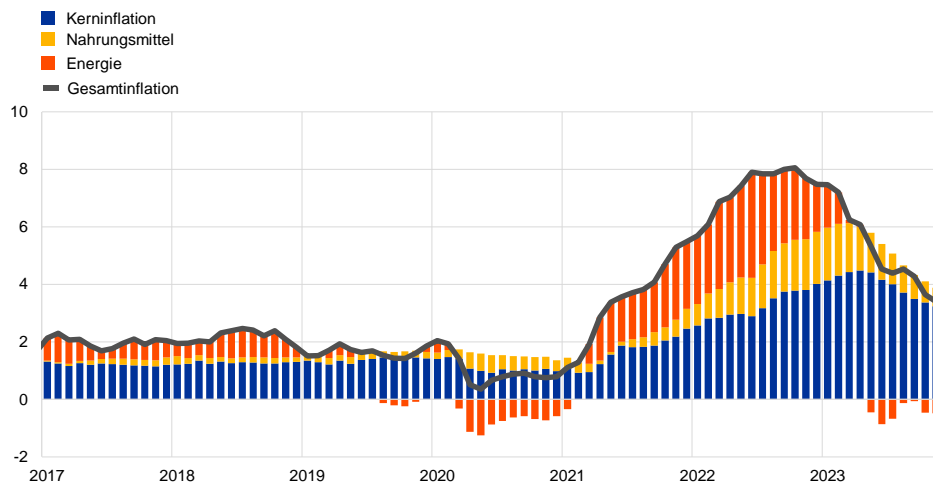
Anmerkung: Der Freightos Baltic Index (FBX) erfasst die Frachtkosten für bestimmte Seerouten (auf Basis von 40-Fuß-Standardcontainern) unter anderem für Verschiffungen zwischen China und den Vereinigten Staaten sowie zwischen China und Europa. Die globale Charterrate (HARPEX) bezieht sich auf den HARPER PETERSEN Charter Rates Index, der die Charterkosten für Containerschiffe auf allen Seerouten weltweit abbildet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. Januar 2024.

Die Kerninflation war in den OECD-Mitgliedstaaten im Dezember 2023 zwar nach wie vor rückläufig, doch könnte die weitere Normalisierung schleppend verlaufen. In den OECD-Mitgliedstaaten (ohne die Türkei) verlangsamte sich der jährliche Anstieg der am Gesamtindex gemessenen Verbraucherpreise im November auf 3,4 % nach 3,6 % im Oktober. Ausschlaggebend hierfür war ein etwas geringerer Preisauftrieb im Bereich der Nahrungsmittel (siehe Abbildung 2). Die Kerninflation, d. h. die Gesamtteuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel, sank im November ebenfalls (um 0,2 Prozentpunkte). Sie lag aber mit 4,1 % immer noch auf einem erhöhten Niveau. Die EMIs für die Einkaufs- und Verkaufspreise, die starke Vorlaufeigenschaften für die globale Kerninflation bei Waren und Dienstleistungen aufweisen, deuten darauf hin, dass der Preisauftrieb bei den in der Kernrate enthaltenen Dienstleistungen weiter anhält und nur langsam auf den langfristigen Durchschnittswert zurückkehrt. Hierfür ist unter anderem die etwas geringere, aber immer noch vorhandene Anspannung an den Arbeitsmärkten verantwortlich.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



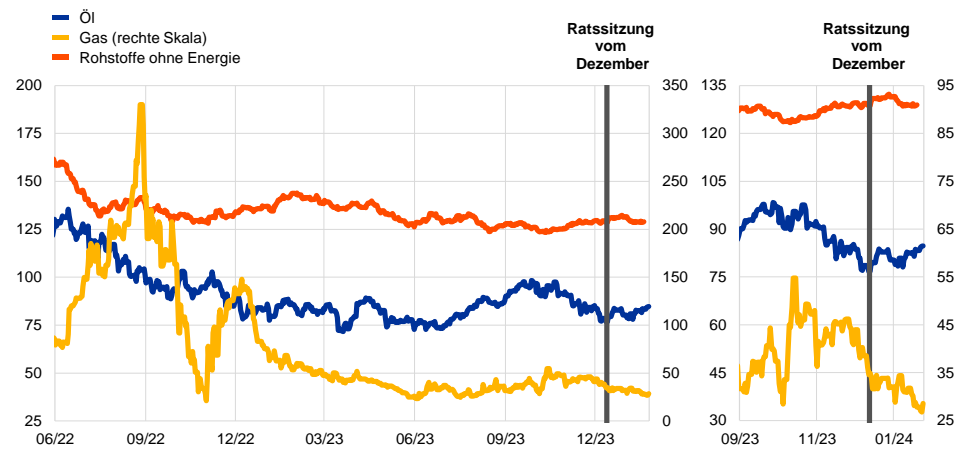
Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Inflationsrate in den OECD-Ländern ohne die Türkei. Berechnung anhand der nationalen Verbraucherpreisindizes und der jährlichen Gewichte für die privaten Konsumausgaben zu Kaufkraftparitäten. Die Kerninflation entspricht dem Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023.

Die Preise für Energierohstoffe haben sich seit der EZB-Ratssitzung vom Dezember 2023 uneinheitlich entwickelt, wobei die Ölpreise gestiegen und die Gaspreise gesunken sind. Die in US-Dollar gerechneten Ölpreise erhöhten sich angesichts der Befürchtung, dass die Öllieferungen durch den Suezkanal aufgrund der Angriffe auf Schiffe im Roten Meer beeinträchtigt werden könnten, um 10,4 % (siehe Abbildung 3). Der Suezkanal ist die wichtigste Seestraße für internationale Öllieferungen. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur dürfte der globale Ölmarkt selbst angesichts freiwilliger stärkerer Produktionskürzungen, die einige OPEC-Mitgliedstaaten und andere Ölförderländer (OPEC+) zu Jahresbeginn vorgenommen haben, im ersten Quartal 2024 ausgewogen bleiben. Für den Rest des Jahres wird jedoch mit einem Überangebot an Öl gerechnet. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass das Ölangebot der Vereinigten Staaten nach oben korrigiert wurde und die Nachfrage der Industrieländer nachlässt. Die europäischen Gaspreise sind vor dem Hintergrund einer anhaltend schwachen Nachfrage um 18,2 % gesunken. Der Gasverbrauch lag dabei weiterhin unter den historischen Durchschnittswerten für die Heizperiode. Ausschlaggebend hierfür war ein Zusammenspiel aus mildem Winterwetter, verändertem Konsumverhalten und einer geringen Aktivität in der Industrie. Die mittel- und osteuropäischen Länder machten zugleich von der Möglichkeit Gebrauch, Gas aus ukrainischen Speichern zu beziehen. Dies trug ebenfalls dazu bei, die Speicherstände in der EU auf einem hohen Niveau zu halten.

Abbildung 3 Entwicklung der Rohstoffpreise

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



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

Anmerkung: Die Gaspreise basieren auf dem Dutch TTF. Die vertikale Linie markiert das Datum der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Dezember 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 24. Januar 2024 (Öl und Gas) bzw. den 19. Januar 2024 (Rohstoffe ohne Energie).

Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie zeigten sich insgesamt stabil. Dabei sind die Metallpreise leicht gestiegen, die Preise für Nahrungsmittel jedoch etwas gesunken.

Die Metallpreise sind seit der Sitzung des EZB-Rats vom Dezember um 1 % gestiegen. Dies war vor allem einer Verteuerung von Zinn, Blei und Aluminium zuzuschreiben. Die Aluminiumpreise wiesen eine gewisse Volatilität auf. Grund hierfür waren Sorgen über eine zunehmend angespannte Lage am Aluminiummarkt, nachdem die Regierung des Vereinigten Königreichs Sanktionen gegen den Handel mit russischen Metallen verhängt hatte. Zudem kam es im Dezember zu einer Explosion in einem Treibstofflager in Guinea. Dies ließ Befürchtungen hinsichtlich einer Bauxitknappheit aufkommen, die wiederum die Aluminiumproduktion in China beeinträchtigen könnte. Die Notierungen für Nahrungsmittelrohstoffe gaben indes aufgrund von Preisrückgängen bei Sojabohnen und Getreide um 1,7 % nach.

In den Vereinigten Staaten dürfte das Wirtschaftswachstum, das im dritten Quartal 2023 noch kräftig zugelegt hatte, zum Jahresende Anzeichen einer leichten Abschwächung aufgewiesen haben.³ Hochfrequenzindikatoren wie die Daten zu Kreditkartenumsätzen lassen darauf schließen, dass sich die privaten Konsumausgaben zum Jahreswechsel verringert haben. Zugleich deuten steigende Ausfallraten bei Konsumentenkrediten darauf hin, dass die Bilanzen der privaten Haushalte zunehmend unter Druck geraten. Im Dezember 2023 zog die am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate in den USA um 0,3 Prozentpunkte auf 3,4 % an, da die Steigerungsrate der Energiepreise weniger stark negativ war. Die Kerninflation sank um 0,1 Prozentpunkte auf zuletzt 3,9 %. Hintergrund war, dass sich der Preisauftrieb bei den in der Kernrate erfassten Dienstleistungen weiter abschwächte, wengleich dies nur langsam geschah. Unterdessen beließ die

³ Die vorläufige Schätzung zum US-amerikanischen BIP für das vierte Quartal 2023 wurde erst nach Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten veröffentlicht.

US-Notenbank die Leitzinsen auf ihrer Sitzung im Dezember 2023 das zweite Mal in Folge unverändert. Zudem korrigierte sie ihre Inflations- und Zinsprojektionen für 2024 nach unten, was darauf hindeutet, dass die Nachfrage die Wirtschaftsentwicklung im Jahresverlauf negativ beeinflussen dürfte.

In China hat sich die wirtschaftliche Lage im Schlussquartal 2023 eingetrübt, da vom Immobiliensektor noch immer konjunktureller Gegenwind ausgeht.

Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP verlangsamte sich im vierten Quartal 2023 auf 1,0 % nach 1,5 % im Vorquartal. Im Gesamtjahr 2023 lag das BIP-Wachstum bei 5,2 % und entsprach damit ganz klar auch dem Wachstumsziel der Regierung für das Jahr 2024 von „rund 5 %“. Die wirtschaftliche Entwicklung wird weiterhin vom Immobiliensektor gebremst. Die Preise für Wohnimmobilien sinken weiter, und die Bautätigkeit ist nach wie vor gering. Dies alles belastet die Gesamtinvestitionen. Zwar weisen die Konsumausgaben im Vergleich zum Vorjahr einen Anstieg auf, doch der Konsum von Waren und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Wohnimmobilien (wie z. B. Möbeln) geht immer noch zurück. Unterdessen blieb die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate im vierten Quartal im negativen Bereich. So gaben die Verbraucherpreise im Dezember um 0,3 % nach, was vor allem auf niedrigere Nahrungsmittelpreise zurückzuführen war. Demgegenüber war die jährliche Kerninflationsrate mit +0,6 % im Dezember weiterhin positiv. Auf kurze Sicht dürfte der Inflationsdruck gedämpft bleiben. Dies ist Ausdruck der niedrigen Nahrungsmittelpreise bei einer zugleich schwachen Nachfrage aus dem In- und Ausland.

In Japan zeichnet sich eine leichte Erholung der Konsumausgaben ab, während der Inflationsdruck anhält. Vor dem Hintergrund eines sich aufhellenden Verbrauchervertrauens, das die Erwartung höherer Löhne widerspiegelt, lassen die Konjunkturindikatoren darauf schließen, dass die Inlandsnachfrage allmählich anzieht. Dennoch herrscht Unsicherheit über die wirtschaftlichen Auswirkungen des Erdbebens am Neujahrstag in Zentraljapan. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt scheinen die Störungen in den Lieferketten aber recht begrenzt zu sein. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Gesamtinflation schwächte sich im Dezember auf 2,6 % ab, nachdem sie im Vormonat noch 2,8 % betragen hatte. Die Kerninflation nahm indes im Dezember um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % zu und weist damit auf einen hartnäckigen zugrunde liegenden Preisdruck hin. Die japanische Notenbank ließ ihre Leitzinsen im Dezember zwar unverändert, doch wird allgemein erwartet, dass sie 2024 zu einer Straffung des geldpolitischen Kurses übergehen wird.

Im Vereinigten Königreich ist die Wirtschaftstätigkeit nach wie verhalten, und die Inflation dürfte weiter zurückgehen. Das BIP-Wachstum wurde für das dritte Quartal 2023 nach unten revidiert, und zwar auf -0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die jüngsten Hochfrequenzdaten lassen indessen auf eine größere Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft schließen: Demnach hat sich das BIP im Schlussquartal 2023 leicht erhöht. Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass die konjunkturelle Aktivität in den kommenden Quartalen träge bleibt, da die zurückliegende geldpolitische Straffung sowie die höheren Finanzierungskosten der Unternehmen die Nachfrage negativ beeinflussen dürften. Allerdings hat der zuletzt

verzeichnete Rückgang der Hypothekenzinsen die Aufnahme neuer Hypothekarkredite angeregt, wodurch wiederum die Konsumausgaben in gewissem Umfang steigen könnten. Nachdem die VPI-Gesamtteuerungsrate in den Vormonaten kräftig gesunken war, wies sie im Dezember unerwartet einen leichten Anstieg auf und erhöhte sich im Vorjahresvergleich um 0,1 Prozentpunkte auf 4,0 %. Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten weiter zurückgehen, wenn auch weniger rasch als zuvor. Dieser langsamere Rückgang ist dadurch bedingt, dass der Druck anhalten dürfte, der von dem noch immer erhöhten Lohnwachstum ausgeht und der fortdauernden Anspannung am Arbeitsmarkt geschuldet ist.

2 Konjunktorentwicklung

Nach einem Jahr der Stagnation dürfte sich das reale BIP im Euroraum im vierten Quartal 2023 weiter schwach entwickelt haben.⁴ Ursächlich hierfür waren die zunehmenden Auswirkungen der Flaute im Welthandel und die starke Transmission der Geldpolitik. Die jüngsten Daten deuten für das erste Quartal 2024 auf eine leichte Wachstumsbelebung hin. Der Arbeitsmarkt erweist sich nach wie vor als widerstandsfähig, wenngleich aktuellere Indikatoren Anzeichen einer Abkühlung erkennen lassen, die der ausgedehnten konjunkturellen Schwächephase zuzuschreiben ist. Im Jahresverlauf 2024 wird mit einer allmählichen wirtschaftlichen Besserung im Euroraum gerechnet. Dabei wird das Wachstum den Erwartungen zufolge durch steigende real verfügbare Einkommen gestützt, die wiederum von einer sinkenden Inflation und kräftigen Lohnzuwächsen profitieren sollten. Zugleich dürften die Exporte im Zuge einer höheren Auslandsnachfrage wieder zunehmen.

Das Wachstum des realen BIP im Euroraum dürfte im Schlussquartal 2023 schwach geblieben sein.

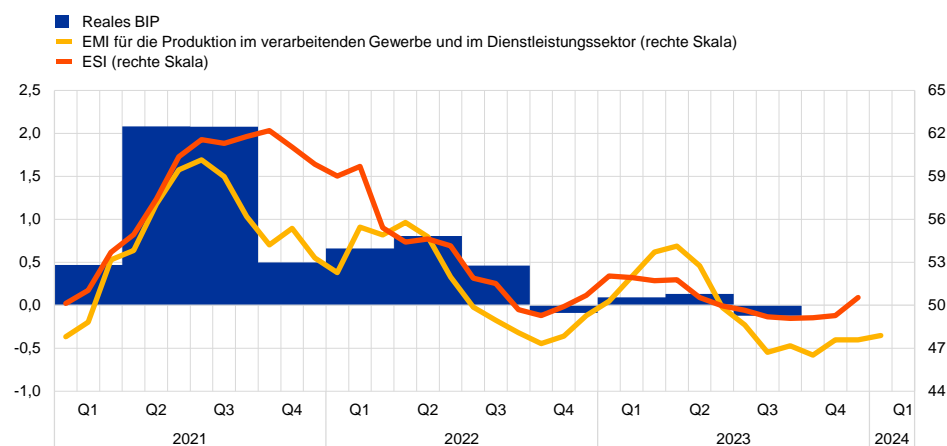
Nach einer Phase der Stagnation im früheren Jahresverlauf verringerte sich die Wirtschaftsleistung im Euroraum im dritten Quartal 2023 geringfügig (siehe Abbildung 4). Ausschlaggebend für das Minus in diesem Quartal waren die Vorratsveränderungen. Die Binnennachfrage leistete einen positiven Wachstumsbeitrag, während sich der Außenhandel neutral auswirkte. Die aktuellen Daten für das vierte Quartal deuten auf ein anhaltend schwaches Wirtschaftswachstum hin. Im Oktober und November 2023 lag die Industrieproduktion im Euroraum 1,2 % unter ihrem Durchschnittswert vom dritten Quartal. Der Rückgang war über verschiedene Industriezweige hinweg breit angelegt. Auch die Dienstleistungsproduktion nahm im Oktober ab, und zwar um 0,9 % gegenüber dem Vormonat. Sie war damit 0,7 % niedriger als im Durchschnitt des dritten Quartals, woraus sich ablesen lässt, dass sich die Wachstumsflaute auf die gesamte Wirtschaft ausbreitete. Aktuellere Umfragedaten für das gesamte vierte Quartal 2023 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 von 47,5 Punkten im dritten Quartal auf 47,2 Punkte im Schlussquartal 2023. Allerdings stieg er von 46,5 Punkten im Oktober auf 47,6 Punkte im Dezember an, was der Entwicklung sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor zuzuschreiben war (siehe Kasten 2).

⁴ Laut der am 30. Januar 2024 von Eurostat veröffentlichten vorläufigen Schnellschätzung blieb das reale BIP des Euroraums im Zeitraum vom dritten bis zum vierten Quartal 2023 unverändert. Die Schätzung lag bei Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts noch nicht vor.

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)



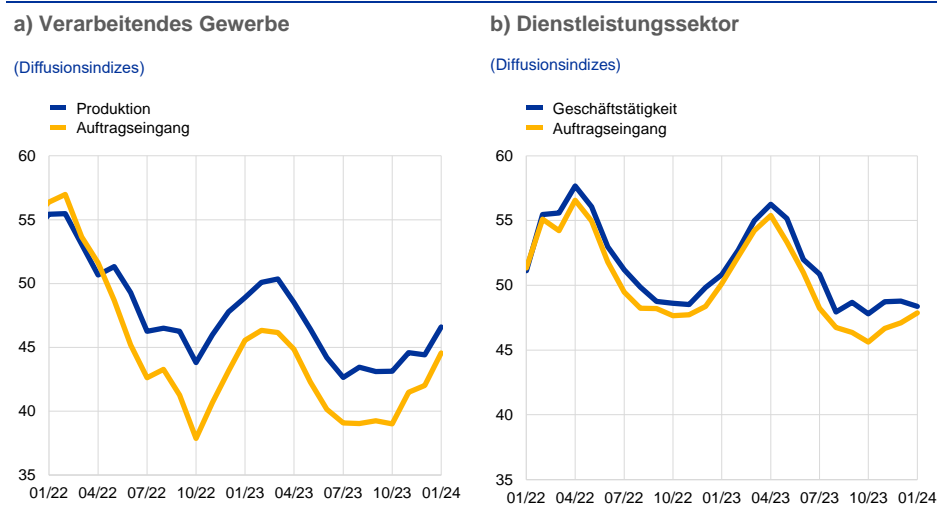
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.

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 dritte Quartal 2023 (reales BIP), Dezember 2023 (ESI) bzw. Januar 2024 (EMI).

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum ist zwar nach wie vor schwach, dürfte sich aber zu Jahresbeginn 2024 leicht verbessern. Den EMI-Daten für Januar zufolge hat sich die Konjunkturschwäche aufgrund der zunehmenden Auswirkungen der Flaute im Welthandel und der starken geldpolitischen Transmission zu Jahresbeginn fortgesetzt. Gleichwohl stieg der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor leicht an. Darin spiegeln sich weiterhin eine kräftige Ausweitung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe sowie ein geringfügiger Rückgang der Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor wider (siehe Abbildung 5). Der Auftragseingang nahm sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor von Dezember 2023 bis Januar 2024 erneut zu, was auf eine leichte Verbesserung im ersten Quartal des laufenden Jahres hindeutet. Die wesentlichen Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen (siehe Kasten 3) lassen ebenfalls auf eine allmähliche Wachstumsbelebung schließen. Auch die Ergebnisse des jüngsten Survey of Professional Forecasters der EZB vom Januar signalisieren, dass sich die Konjunktur im ersten Quartal 2024 langsam erholen wird.

Abbildung 5

Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne (Teil-)Sektoren



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2024.

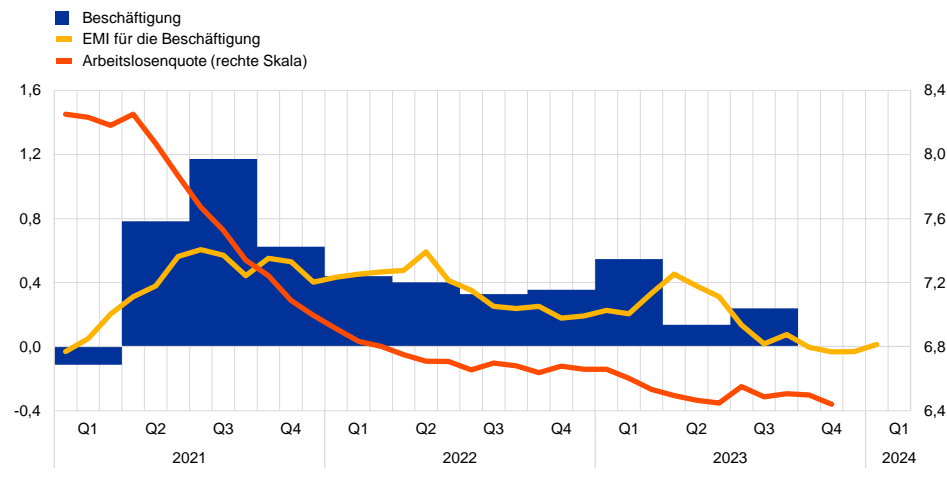
Der Arbeitsmarkt erweist sich nach wie vor als widerstandsfähig, wenngleich aktuellere Indikatoren Anzeichen einer Abkühlung erkennen lassen, die der eingetrübten Konjunktur zuzuschreiben ist. Das Beschäftigungswachstum

entwickelte sich auch im dritten Quartal 2023 robust und lag in vierteljährlicher Betrachtung bei 0,2 %. Die Zunahme der Beschäftigung verdeckt, dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden aufgrund eines anhaltend hohen Krankenstands und einer gewissen Arbeitskräftehortung weiterhin rückläufig war. Im Zuge eines neuerlichen Anstiegs der Erwerbspersonenzahl kehrte die Arbeitslosenquote auf ihren niedrigsten Stand seit Einführung des Euro zurück. Sie belief sich im November 2023 auf 6,4 % nach 6,5 % im Oktober (siehe Abbildung 6). Die jüngsten Kurzfristindikatoren deuten darauf hin, dass die Dynamik bei der Schaffung von Arbeitsplätzen vor dem Hintergrund einer insgesamt schwächeren Wirtschaftsentwicklung weiter nachgelassen hat. Auch der EMI für die Beschäftigung in der Gesamtwirtschaft lässt darauf schließen, dass sich die Beschäftigungsdynamik in der zweiten Jahreshälfte 2023 abgeschwächt hat. Laut der Schnellschätzung von Eurostat lag er im Januar 2024 bei 50,1 Punkten und damit nur knapp über dem neutralen Wert von 50. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so ist die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe der Schätzung zufolge gesunken, im Dienstleistungssektor aber weiter moderat gestiegen. Trotz der Verbesserung gegenüber Dezember 2023 ist der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor seit April 2023 insgesamt rückläufig. Im Rahmen der Telefonumfrage bei Unternehmen wurde im vierten Quartal 2023 ein geringeres Beschäftigungswachstum bekundet. Eine zunehmende Zahl von Unternehmen meldete insgesamt einen leichten Abbau der Beschäftigung. Dieser war in erster Linie dadurch bedingt, dass die Stellen von Beschäftigten, die in den Ruhestand gingen oder das Unternehmen verließen, nicht nachbesetzt wurden.

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 dritte Quartal 2023 (Beschäftigung), Januar 2024 (EMI für die Beschäftigung) bzw. November 2023 (Arbeitslosenquote).

Die privaten Konsumausgaben entwickelten sich im Schlussquartal 2023 aufgrund eines weiterhin verhaltenen Warenkonsums nach wie vor schwach.

Abzulesen war dies an der anhaltend gedämpften Dynamik der Einzelhandelsumsätze, die im Durchschnitt der Monate Oktober und November 2023 auf dem Niveau des dritten Quartals lagen. Die Pkw-Neuzulassungen gingen im vierten Quartal 2023 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Im dritten Vierteljahr war noch eine kräftige Erholung verzeichnet worden, die vor allem auf Bestellungen von Elektrofahrzeugen nach den Lieferverzögerungen zurückzuführen war. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Dezember zwar erneut an, liegt aber weiterhin deutlich unter seinem langfristigen Durchschnittswert.

Aktuelle Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich die allgemeine Schwäche des Warenkonsums und die zugleich hohen Ausgaben für Dienstleistungen zum Jahresbeginn fortsetzten.

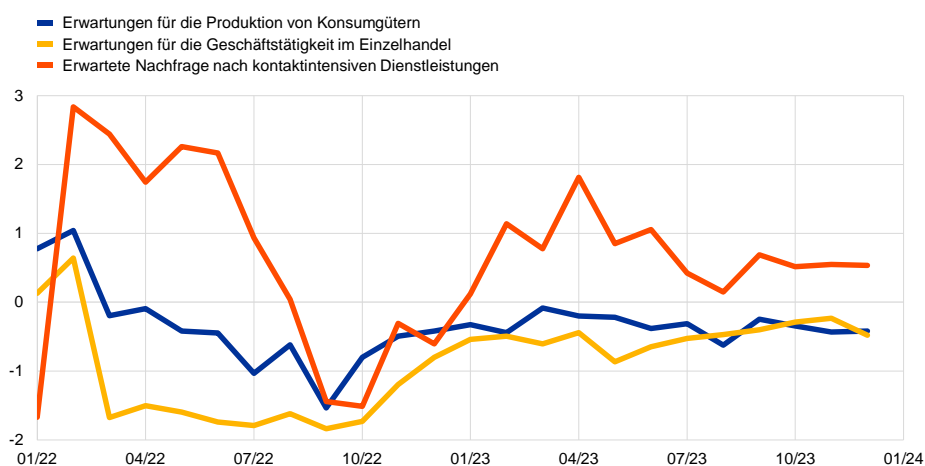
Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren für die Erwartungen zur Geschäftstätigkeit im Einzelhandel bzw. für die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen blieben im Dezember 2023 schwach, wenngleich sich der letztgenannte Indikator leicht erhöhte. Im Gegensatz dazu war bei der erwarteten Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen keine deutliche Abwärtskorrektur festzustellen. Sie blieb im Dezember robust und lag nach wie vor über ihrem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung 7). Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Dezember lässt darauf schließen, dass sich auch die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen robust entwickelte. Der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen deutet ebenfalls darauf hin, dass die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen relativ hoch und die Nachfrage nach Waren – insbesondere nach Gebrauchsgütern – schwach bleiben dürfte. Das Durchwirken der restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf die Realwirtschaft

dürfte weiterhin zu einer geringeren Kreditaufnahme der privaten Haushalte und in der Folge zu hohen Ersparnissen führen und dafür sorgen, dass das Wachstum der Konsumausgaben auf kurze Sicht gedämpft bleibt. Die dank der sinkenden Inflation und eines nach wie vor widerstandsfähigen Arbeitsmarkts zunehmende Kaufkraft sollte die Konsumausgaben indes stützen.

Abbildung 7

Erwartungen für die Produktion von Konsumgütern, die Geschäftstätigkeit im Einzelhandel und die Nachfrage nach Dienstleistungen

(Salden in %)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

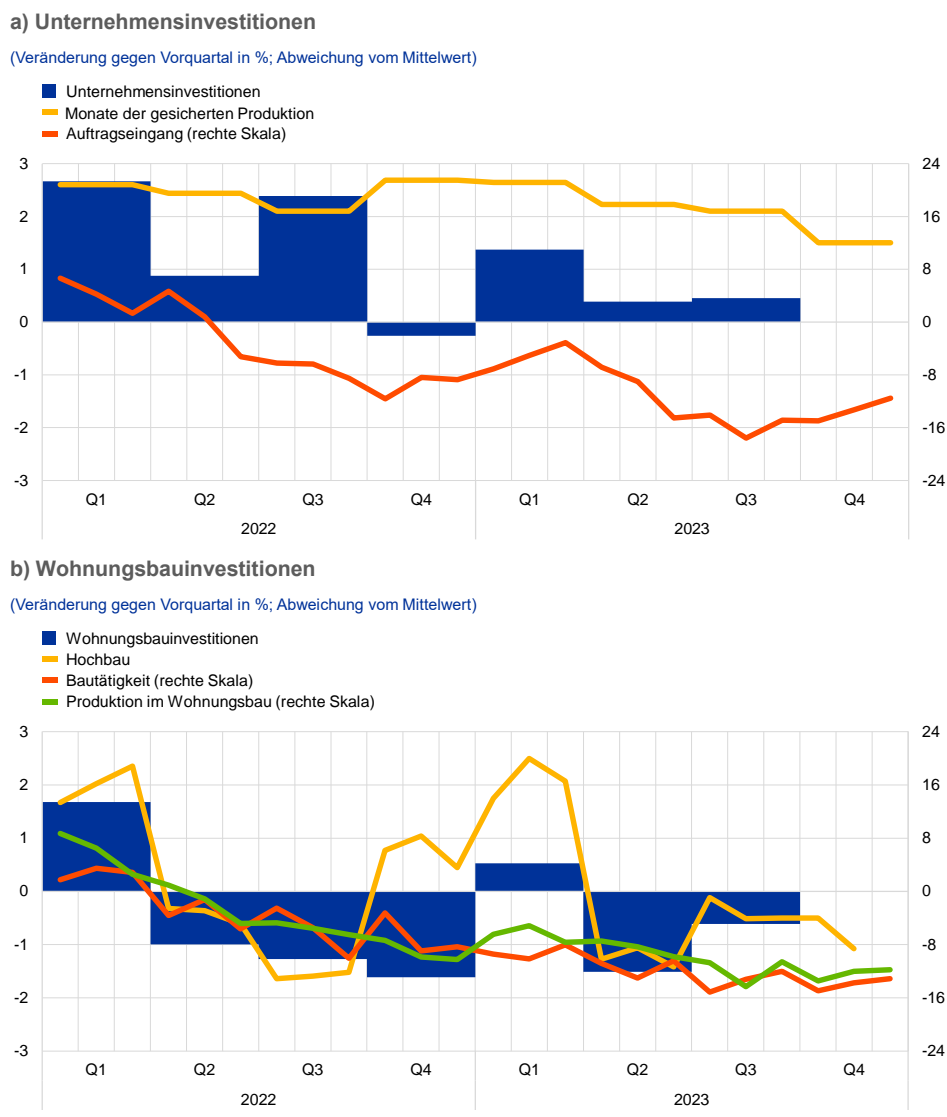
Anmerkung: Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen handelt es sich um den gewichteten Durchschnitt der Teilspektoren Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

Angesichts der schleppenden Nachfrage und restriktiven Finanzierungsbedingungen dürfte sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im vierten Quartal 2023 abgeschwächt haben.

Nach einem vierteljährlichen Anstieg um 0,5 % im dritten Quartal 2023 lässt die verhaltene Entwicklung der Indikatoren für Investitionsgüter darauf schließen, dass sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) im vierten Quartal abgeschwächt hat. Der EMI für den Auftragseingang im Investitionsgüterbereich lag im Schlussquartal 2023 weiterhin im kontraktiven Bereich; allerdings war die Investitionsgüterproduktion durch die vorhandenen Auftragsbestände nach wie vor länger gesichert als zu Vorpandemiezeiten, wie aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission hervorgeht (siehe Abbildung 8, Grafik a). Dies könnte sich zum Jahresende 2023 stützend auf die Investitionen ausgewirkt haben. Zugleich nahm die Zahl der Insolvenzen im Euroraum in den ersten drei Quartalen 2023 – wenn auch ausgehend von einem niedrigen Niveau – gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum zu. Zurückzuführen war dies auf das Auslaufen der pandemie- und energiepreisbedingten Stützungsmaßnahmen und die restriktiveren Finanzierungsbedingungen. Im Verbund mit der schwachen Nachfrage und der hohen Unsicherheit in Bezug auf die geopolitische Lage und die Finanzierungsbedingungen könnte die Vulnerabilität der Unternehmen die Investitionstätigkeit 2024 beeinträchtigen, wie aus den im Dialog mit den

Unternehmen gemeldeten schwächeren Investitionsaussichten abzulesen ist (siehe Kasten 5).

Abbildung 8
Unternehmens- und Wohnungsbauminvestitionen nach Kurzfristindikatoren



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. 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 und der EMI für den Auftragseingang im Investitionsgütersektor sind als Abweichung vom Durchschnitt 1999-2019 ausgedrückt. Die Monate der durch die Auftragsbestände gesicherten Investitionsgüterproduktion sind als Abweichung vom Durchschnitt 1999-2019 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023 (Unternehmensinvestitionen), das vierte Quartal 2023 (Monate der gesicherten Produktion) bzw. Dezember 2023 (übrige 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 dritte Quartal 2023 (Wohnungsbauminvestitionen), November 2023 (Hochbau) bzw. Dezember 2023 (übrige Variablen).

Die Wohnungsbauminvestitionen dürften im vierten Quartal 2023 weiter zurückgegangen sein; dies geht aus harten wie auch weichen Indikatoren hervor. Die Produktion im Hochbau – ein Frühindikator für die Wohnungsbauminvestitionen – sank im Oktober und November im Vergleich zum

Durchschnitt des dritten Quartals um durchschnittlich 1,1 %. Außerdem lagen die umfragebasierten Aktivitätsmessgrößen, etwa der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit im Hochbau in den vergangenen drei Monaten und der EMI für die Produktion im Wohnungsbau, bis zum Jahresende 2023 trotz einer leichten Verbesserung im November und Dezember weiter im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 8, Grafik b). Aus den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zu den Hemmnissen für die Bautätigkeit geht hervor, dass die Unternehmen im vierten Quartal 2023 häufiger eine unzureichende Nachfrage als Hemmnis anführten als im dritten Quartal. Dieser Faktor wurde nach wie vor am häufigsten genannt, gefolgt vom Arbeitskräftemangel. Die Baugenehmigungen für Wohngebäude stiegen zwar (gemessen an der Wohnfläche) im September an. Im dritten Quartal insgesamt wurde jedoch erneut ein deutlicher Rückgang verzeichnet, nachdem die Baugenehmigungen zuvor bereits fünf Quartale in Folge gesunken waren. Der anhaltende Abwärtstrend bei den Baugenehmigungen deutet darauf hin, dass die Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen in nächster Zeit schwach bleiben dürfte, was mit der verhaltenen Aufnahme von Wohnungsbaukrediten seitens der privaten Haushalte im Einklang steht.

Der Handel des Euroraums entwickelte sich zum Jahresende 2023 weiterhin träge. Im November verringerte sich die volumenmäßige Warenausfuhr in Länder außerhalb des Eurogebiets im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,4 %. Zwar wurden die Exporte nach wie vor durch die Entspannung bei den Lieferengpässen gestützt, doch eine schwache Auslandsnachfrage und eine geringere Wettbewerbsfähigkeit im Zusammenhang mit der zurückliegenden Aufwertung des Euro sowie der Energieschock, der einige Sektoren noch immer belastet, dämpften die Exporttätigkeit. Zugleich wirkte sich auch der globale Lagerzyklus auf die Exportnachfrage aus (siehe Kasten 1). Mit Blick auf die Zukunft sollten die Faktoren, die die Exporte des Euroraums bremsen, im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung und des nachlassenden Lagerabbaus allmählich abklingen. Auf kurze Sicht deuten zukunftsgerichtete Indikatoren sowohl für die Waren- als auch für die Dienstleistungsexporte noch auf eine Abschwächung hin. Darüber hinaus birgt die Lage am Roten Meer zusätzliche Abwärtsrisiken für die Aussichten. Infolge der Abschwächung der Wirtschaftsaktivität und eines erheblichen Lagerabbaus im Euroraum verringerte sich das Volumen der Wareneinfuhr aus Ländern außerhalb des Eurogebiets im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum wieder um 2,4 %.

Über die kurze Frist hinaus dürfte sich das BIP-Wachstum allmählich erhöhen. Im Jahresverlauf 2024 wird mit einer stetigen wirtschaftlichen Besserung im Euroraum gerechnet. Dabei wird das Wachstum den Erwartungen zufolge durch steigende real verfügbare Einkommen gestützt, die wiederum von einer sinkenden Inflation und kräftigen Lohnzuwächsen profitieren sollten. Außerdem dürften die Exporte im Zuge einer höheren Auslandsnachfrage wieder zunehmen. Die allmählich nachlassenden Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB und der ungünstigen Kreditangebotsbedingungen sollten die Erholung auf mittlere Sicht ebenfalls stützen.

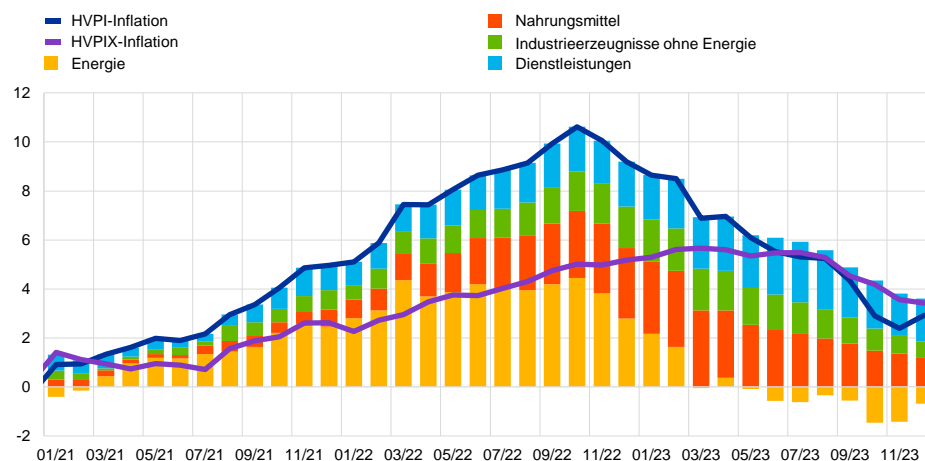
3 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich aufgrund energiepreisbedingter Basiseffekte von 2,4 % im November 2023 auf 2,9 % im Dezember. Allerdings fiel der Anstieg geringer aus als erwartet.⁵ Zugleich setzte sich der rückläufige Trend der zugrunde liegenden Inflation fort. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich erneut, und zwar von 3,6 % im November auf 3,4 % im Dezember. Zurückzuführen war dies auf einen geringeren Preisauftrieb bei Waren. Fast alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gingen im Dezember weiter zurück. Aufgrund der erhöhten Lohnsteigerungen und einer abnehmenden Arbeitsproduktivität bleibt der binnenwirtschaftliche Preisdruck hoch, wenngleich auch hier eine Abschwächung eingesetzt hat. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %, während jene der kürzerfristigen Inflationserwartungen deutlich zurückgegangen sind.

Die Gesamtinflation im Euroraum stieg von 2,4 % im November auf 2,9 % im Dezember, nachdem sie im Verlauf des Jahres 2023 deutlich gesunken war (siehe Abbildung 9). Ausschlaggebend für den Anstieg war eine weniger negative Steigerungsrate der Energiepreise, was vor allem Basiseffekten zuzuschreiben war. Unterdessen waren die Teuerung bei Nahrungsmitteln und die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel weiter rückläufig.

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 Dezember 2023.

Die Jahresänderungsrate der Energiepreise stieg im Dezember erwartungsgemäß an, wobei diese Zunahme auf -6,7 % nach -11,5 % im November geringer ausfiel als angenommen. Hauptgrund für die weniger negative Jahresänderungsrate war ein großer Basiseffekt. Dieser ergab sich sowohl aus dem einmaligen in Deutschland beschlossenen Entlastungspaket zur Deckelung

⁵ Laut der Schnellschätzung von Eurostat für Januar 2024, die nach dem Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts (24. Januar) veröffentlicht wurde, ist die Gesamtinflation von 2,9 % auf 2,8 % gesunken.

der Gaspreise als auch aus der starken Verbilligung von Kraftstoffen im Dezember 2022.

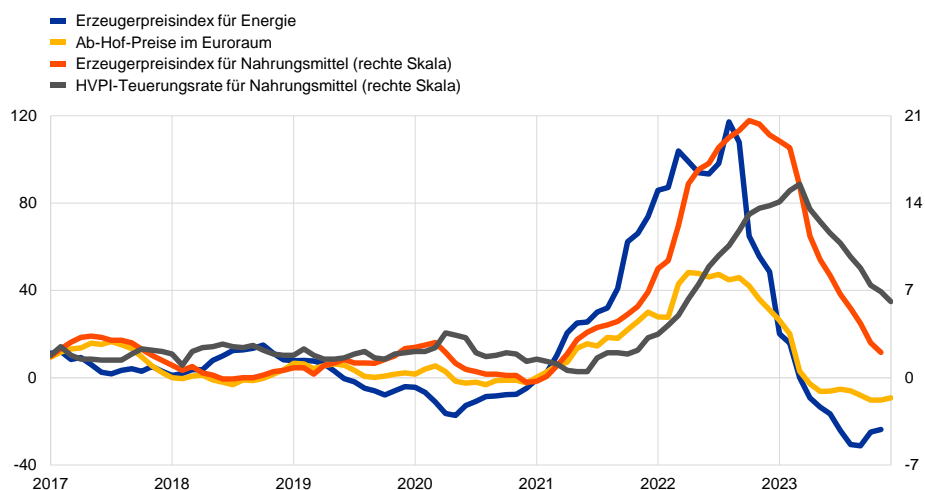
Die Teuerung bei Nahrungsmitteln ging weiter zurück. Sie lag im Dezember bei 6,1 %, verglichen mit 6,9 % im November, blieb damit jedoch auf einem hohen Niveau (siehe Abbildung 10). Maßgeblich für diese Entwicklung war in erster Linie eine geringere Preisdynamik bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln (Anstieg von 5,9 % gegenüber dem Vorjahr nach 7,1 % im November). Darin spiegelten sich die niedrigeren Energiekosten und die niedrigeren Preise für Nahrungsmittelrohstoffe wider, die beispielsweise anhand der Ab-Hof-Preise im Euroraum ermittelt werden. Die Teuerung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln erhöhte sich von 6,3 % im November auf 6,8 % im Dezember. Dies war jedoch auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit der Entwicklung vor Jahresfrist zurückzuführen und spiegelte nicht die jüngste Preisdynamik wider.

Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) gemessene Inflation sank weiter und lag im Dezember bei 3,4 % nach 3,6 % im November. Was die einzelnen Komponenten betrifft, so ging die Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie von 2,9 % auf 2,5 % zurück, da die Auswirkungen der vergangenen Schocks nun allmählich abklingen. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen betrug im Dezember unverändert 4,0 %. Dass sich die Teuerung bei den Dienstleistungen als hartnäckiger erweist als in anderen Bereichen, steht im Einklang mit dem kräftigen Lohnwachstum und der größeren Bedeutung der Arbeitskosten bei der Produktion von Dienstleistungen.

Abbildung 10

Kosten für Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen sowie Nahrungsmittelpreise im HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



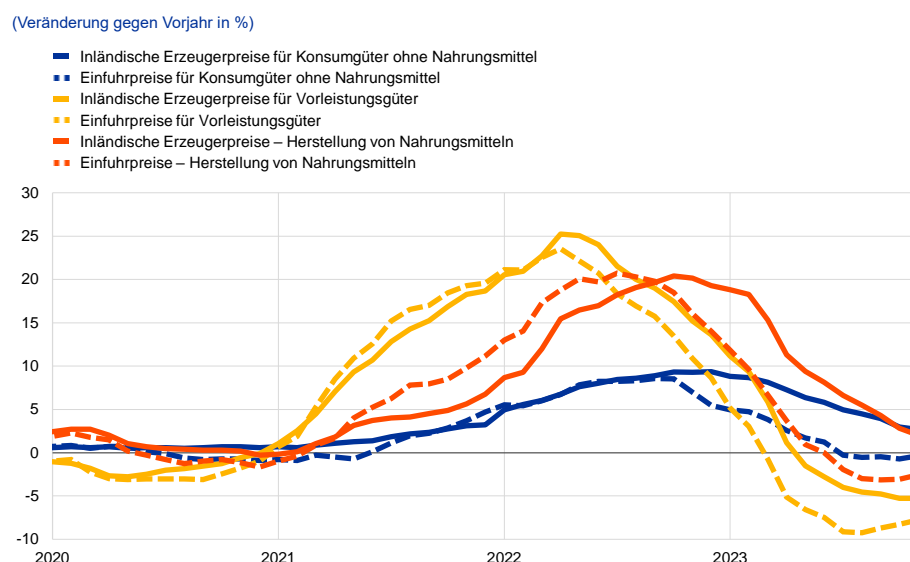
Quelle: Eurostat.

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

Die Erzeuger- und Einfuhrpreise gaben in allen wichtigen Sektoren weiter nach (siehe Abbildung 11). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette lag die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter nach wie vor

im negativen Bereich (-5,3 % im November und Oktober). Die jährliche Änderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter blieb ebenfalls deutlich negativ, wenngleich etwas weniger stark als im Vormonat (-7,8 % nach -8,3 % im Oktober). Auf den nachgelagerten Stufen ging die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weiter von 3,0 % im Oktober auf 2,7 % im November zurück und erreichte damit den niedrigsten Stand seit September 2021. Die Wachstumsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel sank leicht von -0,4 % auf -0,6 %. Eine Abwärtstendenz war auch bei den Erzeuger- und Einfuhrpreisen für gewerbliche Konsumgüter zu beobachten. Dies bestätigt, dass der Preisdruck bei den Verbraucherpreisen für Konsumgüter insgesamt allmählich nachlässt.

Abbildung 11
Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette



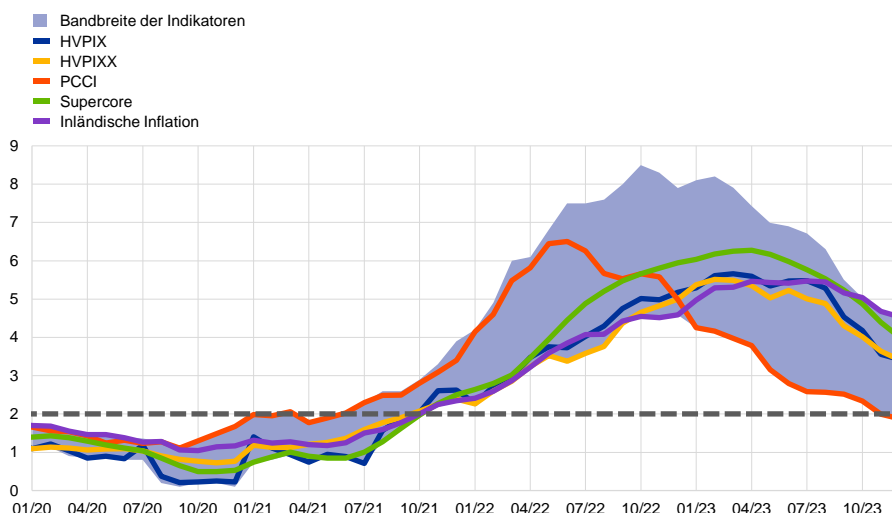
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum waren weiter rückläufig, da der Einfluss der zurückliegenden Schocks nachlässt und sich die Nachfrage angesichts der geldpolitischen Straffung abschwächt (siehe Abbildung 12). Die Bandbreite der Messgrößen hat sich seit Juli 2023 nach unten verlagert und verkleinert, bleibt aber recht groß, da die Auswirkungen der vergangenen Schocks bislang noch nicht vollständig aus der Berechnung der meisten Messgrößen herausgefallen sind. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) lag nach wie vor am unteren Ende der Bandbreite und sank im Dezember weiter auf 1,9 %. Die Teuerung nach dem HVPIXX (HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) verringerte sich im selben Maße wie der HVPIX, und zwar von 3,6 % im November auf 3,4 % im Dezember. Der Supercore-Indikator, der konjunkturereagible HVPI-Positionen umfasst, setzte seinen Rückgang fort und fiel im selben Zeitraum von 4,4 % auf 4,0 %, ist damit aber immer noch recht hoch. Die inländische Inflation (die Positionen mit niedrigem Importgehalt umfasst) schwächt sich – ausgehend von höheren Ständen als andere Messgrößen – ebenfalls ab. Sie sank von 4,7 % im November

auf 4,5 % im Dezember. Das höhere Niveau und der langsamere Rückgang dieses Indikators sind in erster Linie darauf zurückzuführen, dass er einen großen Anteil an Dienstleistungspositionen enthält, darunter vor allem solche, die stark auf Lohndruck reagieren.

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

Die Messgrößen des Lohnwachstums liegen auf erhöhtem Niveau und haben sich in letzter Zeit weitgehend seitwärts entwickelt.

Die zuletzt verfügbaren Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023 und zeigen einen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste auf 4,7 % nach 4,4 % im zweiten Quartal 2023. Der zukunftsgerichtete Indikator für die Lohnentwicklung deutet auf einen fortgesetzt hohen Lohndruck hin, wobei es allerdings erste Anzeichen einer Abkühlung zum Jahresende 2023 gibt. Das tatsächliche Lohnwachstum verringerte sich im dritten Quartal 2023 sowohl gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer als auch am Arbeitnehmerentgelt je Stunde. Die Änderungsraten dieser beiden Indikatoren sanken auf 5,3 % bzw. 5,2 %, nachdem sie im zweiten Quartal bei 5,5 % bzw. 5,3 % gelegen hatten. Den größten Anteil am inländischen Preisdruck (gemessen als Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators) machen mittlerweile die Lohnkosten aus. Der Beitrag der Stückgewinne schwächte sich im dritten Quartal 2023 indes gegenüber dem in der ersten Jahreshälfte erreichten historischen Höchststand ab.

Die meisten umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum sowie die marktbasieren, um Risikoprämien bereinigten Messgrößen des Inflationsausgleichs liegen bei rund 2 % (siehe Abbildung 13). Laut dem von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2024 wurden die

durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2028) von 2,1 % im vierten Quartal 2023 auf nunmehr 2,0 % nach unten korrigiert. Auch aus der Befragung von Consensus Economics vom Januar 2024 ergab sich für die längerfristigen Inflationserwartungen ein Wert von 2,0 %. Der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Januar 2024 zufolge lag der Median der längerfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %. Laut der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) für Dezember 2023 sank der Median der Erwartungen für die Teuerung in den kommenden zwölf Monaten von 3,2 % im November 2023 auf 3,1 % im Dezember, während sich der Medianwert der in drei Jahren erwarteten Inflation von 2,2 % auf 2,4 % erhöhte.⁶ In ihrer vergangenheitsbezogenen Inflationswahrnehmung vollzogen die Verbraucher indes den von Juni bis Oktober 2023 erfolgten Rückgang der HVPI-Inflation nicht nach. Allerdings haben sich die entsprechenden Raten seit Oktober 2023 beträchtlich abgeschwächt. Der Median sank von 8,0 % im September auf 6,2 % im Dezember. Die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs im Euroraum (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) blieben von Mitte Dezember 2023 bis zum 24. Januar 2024 weitgehend konstant, nachdem sie in den Monaten zuvor merklich gesunken waren. Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr Ende Januar 2024 bei rund 2,1 % und war damit 9 Basispunkte niedriger als Mitte Dezember 2023. Unterdessen blieb der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren im Euroraum mit 2,3 % weitgehend stabil. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass diese marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie auch Risikoprämien zur Kompensation des Inflationsrisikos enthalten.

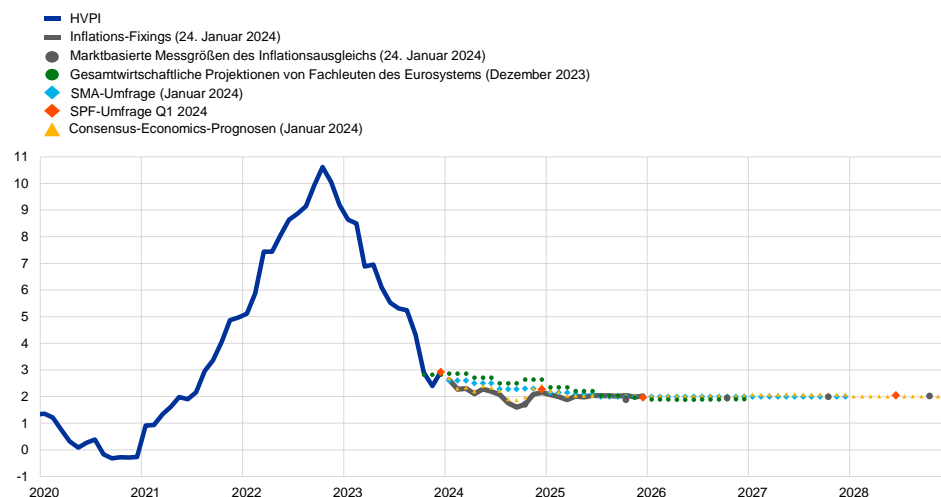
⁶ Siehe EZB, [Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: Dezember 2023](#), Pressemitteilung vom 6. Februar 2024.

Abbildung 13

Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

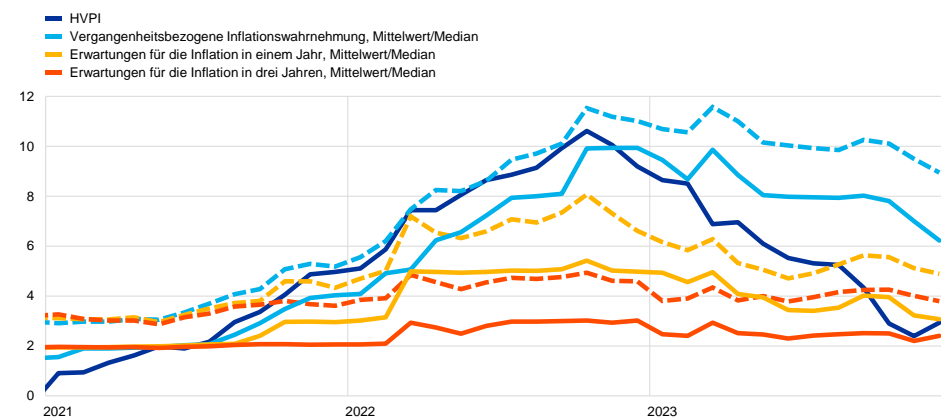
a) Gesamtinflation, umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen, Inflationsprojektionen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(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 des Eurosystems vom Dezember 2023 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 24. Januar 2024. Inflations-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das erste Quartal 2024 wurde vom 5. bis zum 10. Januar 2024 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Januar 2024. Bei der CES-Umfrage stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 23. November 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Entwicklung an den Finanzmärkten des Euroraums stand im Berichtszeitraum (14. Dezember 2023 bis 24. Januar 2024) im Zeichen sich ändernder Leitzinserwartungen. Der Fokus der Märkte lag nach wie vor auf dem Tempo der Disinflation und den möglicherweise bevorstehenden geldpolitischen Anpassungen. Nach dem weithin erwarteten Beschluss des EZB-Rats vom Dezember 2023, die Leitzinsen unverändert zu belassen, veränderte sich die risikofreie Zinsstrukturkurve im Eurogebiet am kurzen Ende im Berichtszeitraum kaum. Dies zeigt, dass die Erwartungen für die Januar-Sitzung stabil blieben und die Marktteilnehmer weiterhin nicht mit einer Änderung der Leitzinsen rechneten. Die längerfristigen Leitzinserwartungen schwankten dagegen deutlicher. Am Ende des Berichtszeitraums lagen sie jedoch fast wieder auf dem Stand von Mitte Dezember. Die Staatsanleiherenditen im Euroraum entwickelten sich im Gleichlauf mit den leicht gestiegenen risikofreien Zinssätzen. Die Ankündigung des EZB-Rats auf seiner Dezember-Sitzung, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erworbenen Wertpapiere ab Mitte 2024 schrittweise reduzieren zu wollen, hatte keine sichtbaren Auswirkungen auf die Renditen von Staatsanleihen. Die Aktienkurse bewegten sich auch weiterhin nur innerhalb einer gewissen Bandbreite, da die rückläufigen Gewinnerwartungen durch eine Verringerung der Aktienrisikoprämie ausgeglichen wurden. Die Märkte für Unternehmensanleihen aus dem Euroraum zeigten sich weitgehend stabil. Lediglich im Hochzinssegment war eine leichte Verringerung der Spreads zu beobachten. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung geringfügig auf.

Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet lagen am Ende des Berichtszeitraums auf ähnlichem Niveau wie um die Zeit der EZB-Ratssitzung im Dezember. Der €STR (Euro Short-Term Rate) notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,90 %. Die Überschussliquidität sank um rund 63 Mrd. € auf 3 521 Mrd. €. Nach dem weithin erwarteten Beschluss des EZB-Rats vom Dezember, die Leitzinsen unverändert zu belassen, blieb die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) im kurzen Laufzeitenbereich stabil. Bei den über die EZB-Ratssitzung vom Januar 2024 hinausgehenden Zeithorizonten waren die kurzfristigen Terminalsätze jedoch im Berichtszeitraum einer erhöhten Volatilität ausgesetzt, da die Märkte weiterhin vor allem das Tempo der Disinflation und die möglicherweise bevorstehenden geldpolitischen Anpassungen im Blick hatten. Insgesamt hielten die Marktteilnehmer eine erste Leitzinssenkung im März und April 2024 für etwas weniger wahrscheinlich als zuvor. Am Ende der Berichtsperiode hatten die Märkte eine Leitzinssenkung um 25 Basispunkte im Juni und kumulierte Zinssenkungen um 133 Basispunkte bis Jahresende 2024 vollständig eingepreist. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet stiegen im Berichtszeitraum insgesamt leicht an. Dabei gingen sie in den Tagen nach der Dezember-Sitzung des EZB-Rats zunächst zurück und erreichten dann in den ersten Wochen des neuen Jahres wieder ihr zuvor verzeichnetes Niveau. So sank der zehnjährige nominale risikofreie Zinssatz im Euroraum Ende Dezember auf 2,2 %, stieg dann wieder auf rund 2,5 % an und war am Ende der Berichtsperiode 16 Basispunkte höher als zu Beginn.

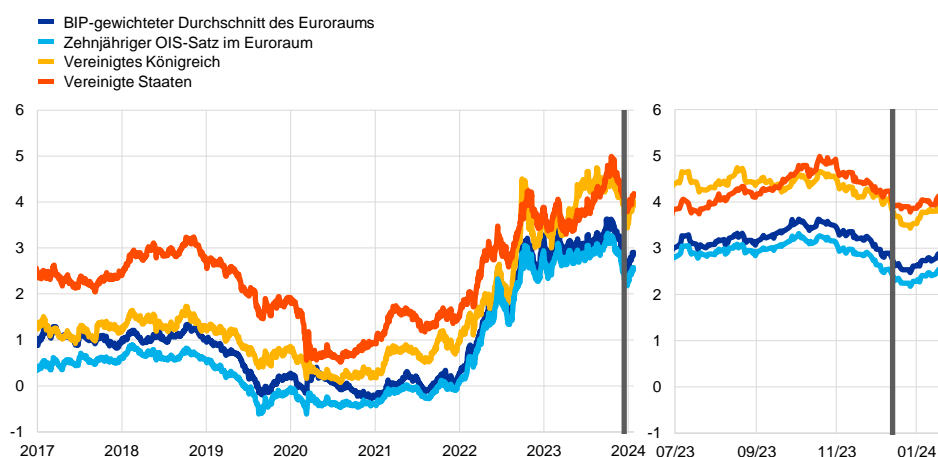
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen bewegten sich weitgehend im Gleichlauf mit den risikofreien Zinssätzen, wobei die Renditeabstände insgesamt stabil blieben (siehe Abbildung 14). Am 24. Januar lag die

BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum bei rund 2,9 % und damit etwa 19 Basispunkte über ihrem Stand zu Beginn des Berichtszeitraums. Die Schwankungen der Renditeabstände in den einzelnen Euro-Ländern hielten sich im gesamten Berichtszeitraum in engen Grenzen. Von der Ankündigung des EZB-Rats im Dezember, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere ab Mitte 2024 schrittweise reduzieren zu wollen, zeigten sie sich nahezu unbeeindruckt. Der Anstieg der langfristigen Zinssätze im Euroraum deckte sich weitgehend mit der Entwicklung weltweit: So erhöhten sich die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um 26 Basispunkte auf 4,2 % und die Rendite vergleichbarer Anleihen des Vereinigten Königreichs um 23 Basispunkte auf 4,0 %.

Abbildung 14

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

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 14. Dezember 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 24. Januar 2024.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet veränderten sich im Berichtszeitraum kaum. Lediglich im Hochzinssegment war eine Verringerung zu beobachten. Während die Spreads im Investment-Grade-Bereich im Berichtszeitraum weitgehend unverändert blieben, waren sie im Hochzinsbereich volatil und verkleinerten sich unter dem Strich um 34 Basispunkte.

Die Aktienkurse im Euroraum bewegten sich auch weiterhin nur innerhalb einer gewissen Bandbreite, da die rückläufigen Gewinnerwartungen durch eine Verringerung der Aktienrisikoprämie ausgeglichen wurden. Die marktbreiten Aktienindizes im Eurogebiet blieben im Berichtszeitraum trotz rückläufiger Gewinnerwartungen im Großen und Ganzen unverändert. In den Vereinigten Staaten stiegen sie indes um 2,7 %. Kursverluste wurden im Euroraum vor allem im nichtfinanziellen Sektor verzeichnet. Dabei schnitten zinsensible Branchen wie der

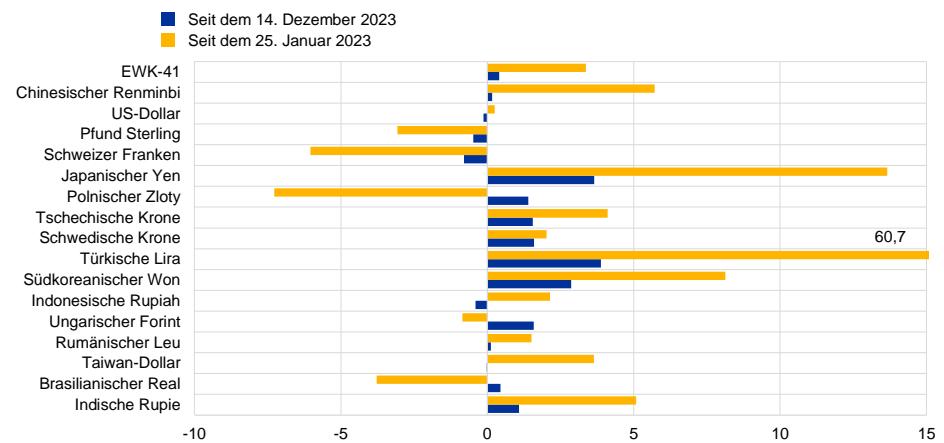
Technologie- und Immobiliensektor schlechter ab als der marktweite Index, der Finanzsektor hingegen weiterhin besser. Insgesamt verzeichneten die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aus dem Eurogebiet ein Minus von rund 0,9 %, während Bankaktien und andere Finanzwerte um 2,4 % bzw. 3,1 % anzogen. In den USA legten die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 3,1 % zu. Die Kurse von Bankaktien blieben dort indes weitgehend stabil.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung geringfügig auf (siehe Abbildung 15). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 0,4 % an. Insbesondere die Erwartungen bezüglich der geldpolitischen Entwicklung verursachten nach wie vor Wechselkursschwankungen und führten zu einer gewissen Volatilität. Gleichwohl zeigte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar recht stabil und wertete nur um 0,1 % ab, da die nach der Dezember-Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve aufgekeimten Erwartungen hinsichtlich einer Senkung der US-Leitzinsen seit Jahresbeginn 2024 teilweise nachließen. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse gegenüber anderen wichtigen Währungen betrifft, so wertete der Euro gegenüber der türkischen Lira und dem japanischen Yen auf (+3,9 % bzw. +3,7 %) und gegenüber dem Schweizer Franken sowie dem Pfund Sterling ab (-0,8 % bzw. -0,5 %).

Abbildung 15

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 24. Januar 2024.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen gingen im November 2023 leicht zurück, während die Hypothekenzinsen erneut anstiegen. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sanken im November erheblich. Vom 14. Dezember 2023 bis zum 24. Januar 2024 verteuerte sich die marktbasierter Fremdfinanzierung dann jedoch, während sich die Eigenkapitalfinanzierung weiter verbilligte. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum zufolge wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite per saldo weiter – wenn auch weniger stark – verschärft, und für das erste Quartal 2024 wird mit einer weiteren Verschärfung gerechnet. Die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte nahm erneut deutlich ab, wenn auch weniger stark als im Vorquartal. In der zweiten Jahreshälfte 2023 verschärften die Banken ihre Kreditvergabebedingungen für Unternehmen im Immobiliensektor und im Baugewerbe stärker als für Unternehmen in anderen Sektoren. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte war im November nach wie vor schwach. Darin kommen das kräftige Durchwirken der geldpolitischen Straffung auf die Kreditzinsen, die geringere Kreditnachfrage und die restriktiveren Kreditrichtlinien zum Ausdruck. Das Geldmengenwachstum war weiterhin negativ, und die entsprechenden Jahreswachstumsraten lagen in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Ursächlich hierfür waren die hohen Opportunitätskosten, das verhaltene Kreditwachstum und die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems.

Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum gingen im November 2023 aufgrund sinkender Bankanleiherenditen leicht zurück. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Eurogebiet lag in diesem Monat geringfügig unter dem Niveau von Oktober. Zwischen den einzelnen Ländern waren hierbei allerdings große Unterschiede festzustellen (siehe Abbildung 16, Grafik a). Der erhebliche Rückgang der Renditen von Bankanleihen (siehe Abbildung 16, Grafik b) war auf einen ähnlich starken Rückgang der risikofreien Zinssätze zurückzuführen. Zugleich erhöhten sich die Einlagenzinsen weiter, wenngleich es zwischen den einzelnen Instrumenten und Sektoren gewisse Unterschiede gab. Die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen lagen in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB und waren nach wie vor höher als jene für entsprechende Einlagen privater Haushalte. Die Finanzierungsstruktur der Banken verlagerte sich weiter in Richtung teurerer Finanzierungsquellen, d. h. zugunsten von Bankanleihen und Termineinlagen. Hintergrund dieser Entwicklung waren die steigenden Opportunitätskosten für das Halten von täglich fälligen Einlagen, die dazu geführt haben, dass Einleger diese in großem Umfang durch Termineinlagen und andere höherverzinsliche Instrumente ersetzen.

Die anhaltende Verkleinerung der Bilanz des Eurosystems hat zu einem Abbau der Überschussliquidität beigetragen, wenngleich die systemweite Liquidität immer noch umfangreich ist. Auch wenn es im Berichtszeitraum bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) zu keinen Rückzahlungen kam, hat die Beendigung der Wiederanlage der Tilgungsbeträge von Wertpapieren durch

das Eurosystem im Juli nach wie vor dazu geführt, dass dem Finanzsystem mechanisch Liquidität entzogen wurde. Um die geringere Liquiditätsbereitstellung durch die EZB auszugleichen, haben die Banken verstärkt Anleihen und Geldmarktpapiere begeben. Vor dem Hintergrund der Verkleinerung der Bilanz des Eurosystems und der sinkenden Bestände an täglich fälligen Einlagen hat sich das Emissionsvolumen von Bankanleihen seit September 2022 erhöht, obwohl dies für die Banken teurer ist als die Refinanzierung über Einlagen.

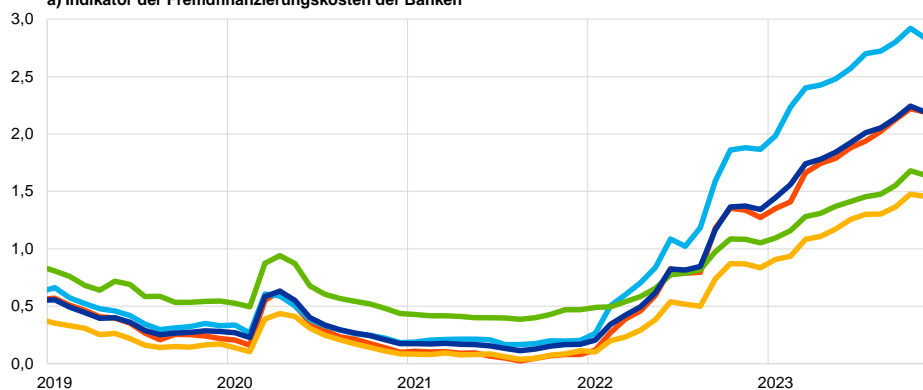
Abbildung 16

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

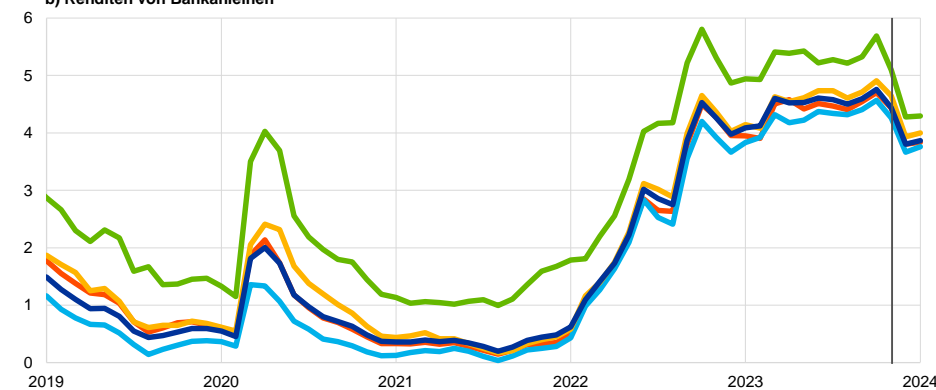
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleihenrenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die vertikale graue Linie (Grafik b) markiert den 30. November 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 24. Januar 2024 (Renditen von Bankanleihen).

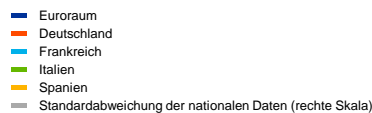
Im November 2023 gingen die Zinsen für Unternehmenskredite erstmals seit Juli 2022 geringfügig zurück. Die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen indessen weiter an. Wenngleich die Kreditzinsen für

Unternehmen und private Haushalte seit Beginn des Straffungszyklus stark auf die Leitzinsanhebungen reagiert haben, war ihre Reaktion auf den jüngsten Rückgang der Marktzinsen bislang relativ verhalten. Die EZB hat ihre Leitzinsen von Anfang Juli 2022 bis September 2023 rasch und stark angehoben, und zwar um insgesamt 450 Basispunkte. Dies führte im gesamten Euroraum zu einem kräftigen Anstieg der Kreditzinsen sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte (siehe Abbildung 17). Seit Mai 2022, also bevor die EZB die erste Zinserhöhung im aktuellen Straffungszyklus signalisierte, sind die Zinsen für Unternehmenskredite um 368 Basispunkte und die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um 223 Basispunkte gestiegen. Im November 2023 sanken die Kreditzinsen für Unternehmen auf 5,23 %, verglichen mit 5,27 % im Oktober. Dieser leichte Rückgang könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass die Zinsen für Unternehmenskredite nun, da die risikofreien Zinssätze seit Herbst 2023 allmählich sinken, ihren Scheitelpunkt überschritten haben. Rückläufig waren dabei vor allem die Zinssätze für große Unternehmenskredite, wenngleich es hier erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gab. Die Bankzinsen für neue Konsumentenkredite verringerten sich von 7,90 % im Oktober auf 7,85 % im November. Die Zinssätze für neue Kredite der Kategorie „Sonstige Kredite an private Haushalte“ (darunter auch Kredite an Einzelunternehmen) nahmen im genannten Zeitraum ebenfalls geringfügig ab, und zwar von 5,58 % auf 5,55 %. Unterdessen erhöhten sich die Zinsen für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte weiter von 3,91 % auf 4,01 %. Dass sie über die meisten Länder und Zinsbindungsfristen hinweg anstiegen, obwohl die mittel- und längerfristigen Marktzinsen deutlich sanken, lässt sich durch die gestiegenen Margen für risikoreichere Kredite und andere Faktoren erklären. Den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom November 2023 zufolge erwarten die Umfrageteilnehmer, dass die Hypothekenzinsen in den nächsten zwölf Monaten zurückgehen werden. Unter dem Strich schätzten viele Befragte (wenngleich weniger als zuvor) die Kreditrichtlinien als restriktiv ein und rechneten damit, dass es in den nächsten zwölf Monaten schwieriger werden wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte waren nach wie vor gering (siehe Abbildung 17). Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Transmission der Geldpolitik in allen Euro-Ländern reibungslos vonstattengeht.

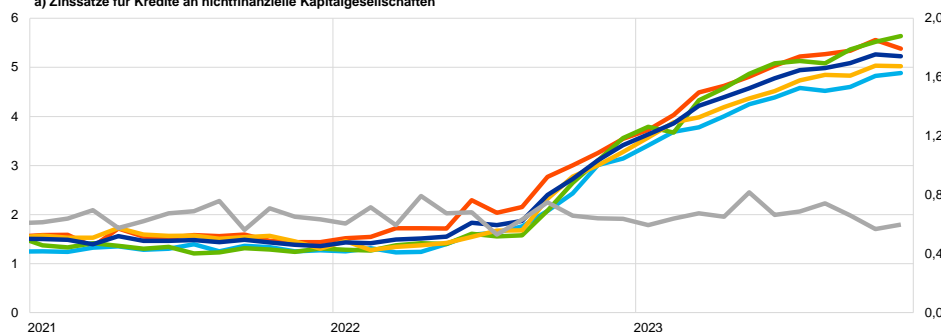
Abbildung 17

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

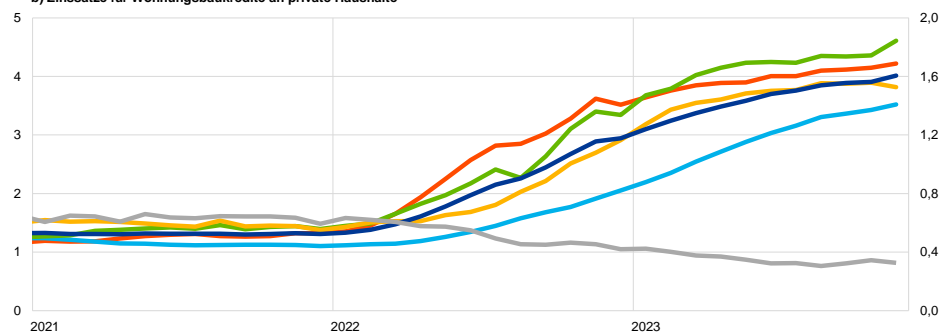
(in % p. a.; Standardabweichung)



a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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 Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023.

Nachdem die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital im November stark gesunken waren, verteuerte sich die marktbasierter Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Berichtszeitraum vom 14. Dezember 2023 bis zum 24. Januar 2024 (Tagesdaten), während sich die Finanzierung über Eigenkapital noch etwas weiter verbilligte. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) verringerten sich im November um fast 50 Basispunkte auf 6,07 %, nachdem sie im Oktober ein Mehrjahreshoch erreicht hatten (siehe Abbildung 18).⁷ Zu diesem Rückgang trugen alle Komponenten bei, insbesondere aber die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital. In der Zeit vom 14. Dezember 2023 bis zum 24. Januar 2024 verteuerte sich die

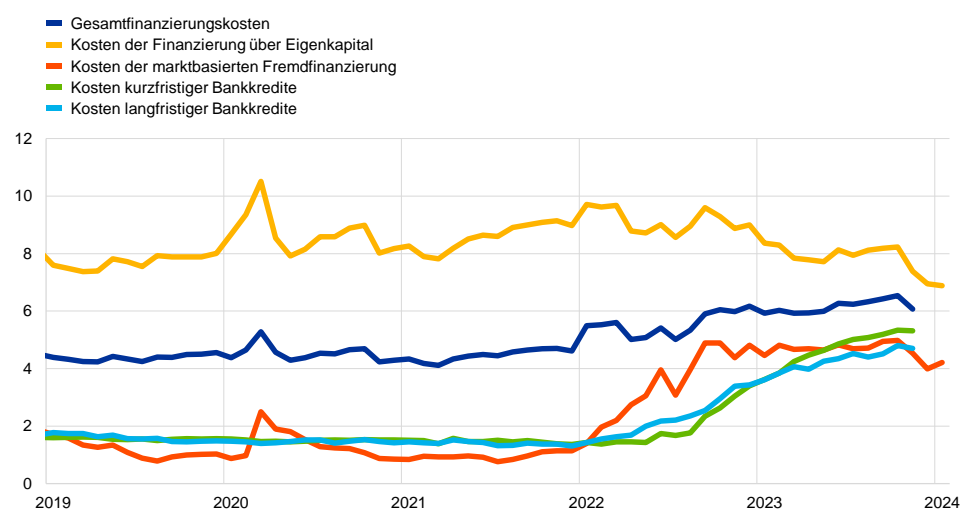
⁷ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme sind Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis November 2023 verfügbar.

marktbasierte Fremdfinanzierung dann, wie die Tagesdaten zeigen, da der risikofreie Zinssatz anstieg. Indessen blieben die Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Investment-Grade- bzw. High-Yield-Segment stabil oder sanken sogar. Die Finanzierung über Eigenkapital verbilligte sich, da der höhere risikofreie Zinssatz (näherungsweise bestimmt anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps) durch einen deutlichen Rückgang der Aktienrisikoprämie mehr als ausgeglichen wurde (siehe Abschnitt 4).

Abbildung 18

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg und Thomson Reuters.
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften basieren auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 24. Januar 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf November 2023 (Monatswerte).

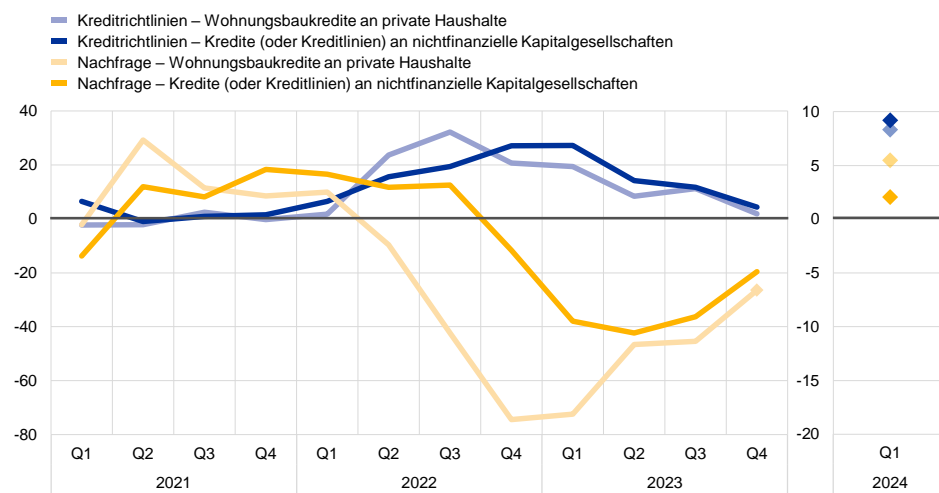
Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2024 wurden die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im vierten Quartal 2023 erneut etwas restriktiver ausgestaltet (siehe Abbildung 19). Damit nahm das

Gesamtausmaß der umfangreichen seit 2022 vorgenommenen Verschärfungen abermals zu. Dies hat – im Zusammenspiel mit einer schwachen Nachfrage – das Wachstum der Unternehmenskredite inzwischen erheblich gedämpft. Die Risikoeinschätzung in Bezug auf die Konjunkturaussichten und die firmenspezifische Lage trug im vierten Quartal 2023 erneut zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei. Die Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen, die Wettbewerbssituation und die Risikotoleranz der Banken hatten indessen auf Euroraumebene einen weitgehend neutralen Effekt. Die Auswirkungen der bisherigen Verschärfungen werden das Kreditwachstum auch in den kommenden Quartalen dämpfen. Da die Kreditrichtlinien etwa fünf bis sechs Quartale Vorlauf gegenüber der tatsächlichen Kreditentwicklung aufweisen, ist davon auszugehen, dass die Dynamik der Unternehmenskredite im Jahr 2024 weiterhin schwach bleiben wird. Im ersten Quartal 2024 dürften die Richtlinien für Unternehmenskredite nach Einschätzung der Banken stärker verschärft werden als zuletzt.

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.

Die Vergaberichtlinien für Kredite an private Haushalte wurden im vierten Quartal 2023 den Banken zufolge erneut per saldo restriktiver ausgestaltet, wobei die Richtlinien für Wohnungsbaukredite nur geringfügig, jene für Konsumentenkredite hingegen stärker verschärft wurden. In beiden Fällen spielte die Risikoeinschätzung eine wichtige Rolle. Bei den Konsumentenkrediten machte sich zudem die geringere Risikotoleranz der Banken bemerkbar. Während für die leichte Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite die Entwicklung in den kleineren Euro-Ländern verantwortlich war, wurden die Richtlinien für Konsumentenkredite vor allem in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums restriktiver gestaltet. In beiden Kreditkategorien wurden die Richtlinien, wie von den Banken erwartet, weniger stark verschärft als im dritten Quartal. Für das erste Quartal 2024 rechnen die befragten Institute insgesamt mit einer etwas stärkeren Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite. Hinsichtlich der Konsumentenkredite gehen sie indessen unter dem Strich von einer ähnlich starken Verschärfung aus wie im vierten Quartal 2023.

Die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte nahm im vierten Quartal 2023 abermals deutlich ab, wenn auch nicht mehr ganz so stark wie im Vorquartal. Die rückläufige Nachfrage nach Unternehmenskrediten war vor allem auf die höheren Zinsen zurückzuführen. Daneben spielten auch die rückläufigen Anlageinvestitionen eine Rolle, die unter dem Strich einen starken Rückgang der Nachfrage nach langfristigen Krediten zur Folge hatten. Auch die Nachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten wurde durch die gestiegenen Zinsen gedrosselt. Zusätzlich machten sich hier das geringe Verbrauchervertrauen und insbesondere die eingetrübten Aussichten am

Wohnimmobilienmarkt bemerkbar. Der Anteil der Unternehmens- und Wohnungsbaukreditanträge, die von den Banken abgelehnt wurden, hat sich weiter erhöht. Für das erste Quartal 2024 rechnen die Banken per saldo mit einer etwas regeren Nachfrage nach Unternehmenskrediten (erstmals seit dem zweiten Quartal 2022) und einer steigenden Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten (erstmals seit dem ersten Quartal 2022). Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten wird ihrer Einschätzung nach hingegen weiter zurückgehen.

Aus den Antworten auf die Zusatzfragen zum zweiten Halbjahr 2023 geht hervor, dass die Kreditvergabebedingungen für Unternehmen im Immobilien- und Baugewerbe stärker verschärft wurden als in anderen Sektoren.

Die Vergabebedingungen für Unternehmenskredite wurden im zweiten Halbjahr 2023 in den meisten Wirtschaftssektoren abermals etwas restriktiver gestaltet. Dabei reichte die Bandbreite von nur minimalen Verschärfungen im Dienstleistungssektor bis hin zu einer relativ deutlichen Verschärfung in den Bereichen Gewerbeimmobilien, Baugewerbe und Wohnimmobilien. Die Kreditnachfrage war in allen Sektoren unter dem Strich rückläufig, vor allem aber im Immobiliensektor und im Baugewerbe. Die Banken meldeten überdies, dass sich ihr Zugang zur Wholesale-Refinanzierung im vierten Quartal 2023 etwas verbesserte, während sich der Zugang zur Finanzierung über kurzfristige Kundeneinlagen sowie über Verbriefungen verschlechterte. Aufsichtliche und regulatorische Maßnahmen trugen im Jahr 2023 im Euroraum unter dem Strich zu einer Erhöhung des Eigenkapitals sowie der liquiden und risikogewichteten Aktiva der Banken bei. Dies wiederum hatte in den meisten Kreditkategorien einen verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien und Kreditmargen. Die von den Banken wahrgenommene Bonität ihrer Kreditbestände führte im zweiten Halbjahr 2023 zu einer moderaten Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite, während der Effekt auf die Richtlinien für Wohnungsbaukredite neutral ausfiel. Die Banken berichteten zudem, dass der Rückgang der beim Eurosystem gehaltenen Überschussliquidität im zweiten Halbjahr 2023 nur einen begrenzten Einfluss auf ihre Kreditvergabebedingungen hatte.

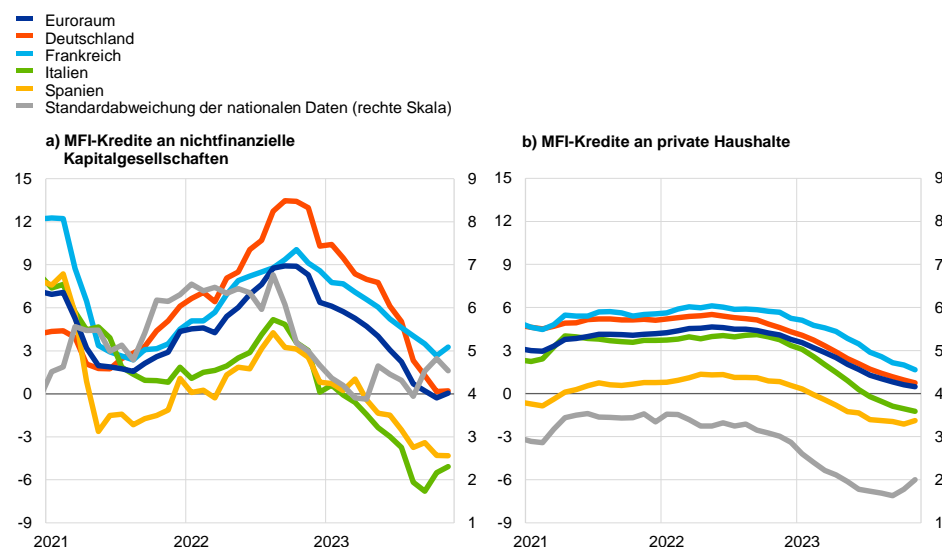
Angesichts des starken Durchwirkens der geldpolitischen Straffung auf die Kreditzinsen der Banken, der gesunkenen Kreditnachfrage und der restriktiveren Kreditrichtlinien blieb die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte auch im November schwach.

Aufgrund eines hohen monatlichen Zuflusses erholte sich das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften leicht von -0,3 % im Oktober auf 0,0 % im November (siehe Abbildung 20, Grafik a). Allerdings gab es beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Laufzeiten. Geschuldet war die stagnierende Kreditnachfrage im Wesentlichen den hohen Kreditkosten und damit verbundenen Ausgabenkürzungen. Doch auch das Kreditangebot spielte eine Rolle, denn die Kreditrichtlinien wurden im vierten Quartal 2023 abermals etwas verschärft. Bei den Krediten an private Haushalte schwächte sich das jährliche Wachstum angesichts der negativen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, der leichten Verschärfung der Kreditrichtlinien und der gestiegenen Kreditzinsen geringfügig ab, und zwar von 0,6 % im Oktober auf 0,5 % im November (siehe Abbildung 20, Grafik b). Ausschlaggebend hierfür waren vor

allein die Wohnungsbaukredite und Kredite an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit). Indessen zeigten sich die Konsumentenkredite trotz abermals restriktiverer Kreditrichtlinien und eines geringen Verbrauchervertrauens widerstandsfähiger.

Abbildung 20
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023.

Während die privaten Haushalte weiterhin täglich fällige Einlagen in Termineinlagen umschichteten, nahmen die Unternehmen nun weniger Umschichtungen vor, und ihre Einlagenallokation normalisierte sich. Die

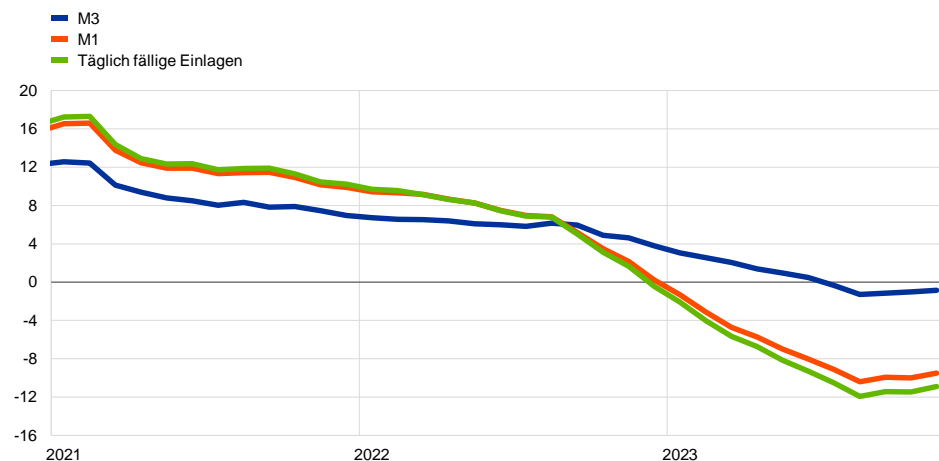
Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen blieb mit -10,9 % im November nach -11,5 % im Oktober weiter im zweistelligen negativen Bereich (siehe Abbildung 21). Die privaten Haushalte nahmen im November erneut umfangreiche Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen vor. Bei den Unternehmen schwächten sich die Umschichtungen indessen erheblich ab. Zurückzuführen ist die deutliche Präferenz für Termineinlagen darauf, dass sich die Zinsdifferenz zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen durch die Leitzinserhöhungen ausweitete, da sich die Zinssätze für täglich fällige Einlagen – wie bereits in früheren Straffungszyklen – langsamer an die Leitzinsänderungen anpassten als die Zinsen für Termineinlagen.⁸ Allerdings ist der Anteil täglich fälliger Einlagen am gesamten Einlagenbestand der privaten Haushalte im historischen Vergleich nach wie vor sehr hoch. Dies hängt mit den Nachwirkungen der niedrigen Opportunitätskosten für das Halten solcher Einlagen während der Niedrigzinsphase zusammen. Bei den Unternehmen hat sich der Anteil täglich fälliger Einlagen am Gesamtbestand hingegen inzwischen verringert.

⁸ Siehe auch EZB, [Monetäre Dynamik während des Straffungszyklus](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 8/2023.

Abbildung 21

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023.

Das Geldmengenwachstum war im November 2023 weiterhin negativ, und die Jahreswachstumsraten blieben aufgrund der hohen Opportunitätskosten, des verhaltenen Kreditwachstums und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems in der Nähe ihrer zuletzt verzeichneten historischen Tiefstände. Das jährliche

Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 im Euroraum stabilisierte sich auf historisch niedrigem Niveau. Es belief sich im November auf -0,9 % nach -1,0 % im Oktober und -1,2 % im September (siehe Abbildung 21). Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 blieb nahe am zweistelligen negativen Bereich. Dabei wurde die schwache monetäre Dynamik durch Portfolioumschichtungen verstärkt. Im November lag die Jahreswachstumsrate bei -9,5 %, verglichen mit -10,0 % im Oktober und -10,4 % im September. Wie in den Vormonaten hatten der Bilanzabbau des Eurosystems und der Erwerb von Bankanleihen durch den geldhaltenden Sektor im November weiterhin einen kontraktiven Effekt auf die monetäre Dynamik. Darüber hinaus veranlassten die GLRG-Rückzahlungen und die höheren Opportunitätskosten der Haltung liquider Anlagen die Banken dazu, Anleihen mit längeren Laufzeiten zu begeben, die nicht zur Geldmenge M3 zählen. Unterdessen hat ein steigender Leistungsbilanzüberschuss vor dem Hintergrund schwacher Importe zu höheren Geldzuflüssen aus der übrigen Welt geführt.

Kästen

1 Der Welthandel in der Zeit nach der Pandemie

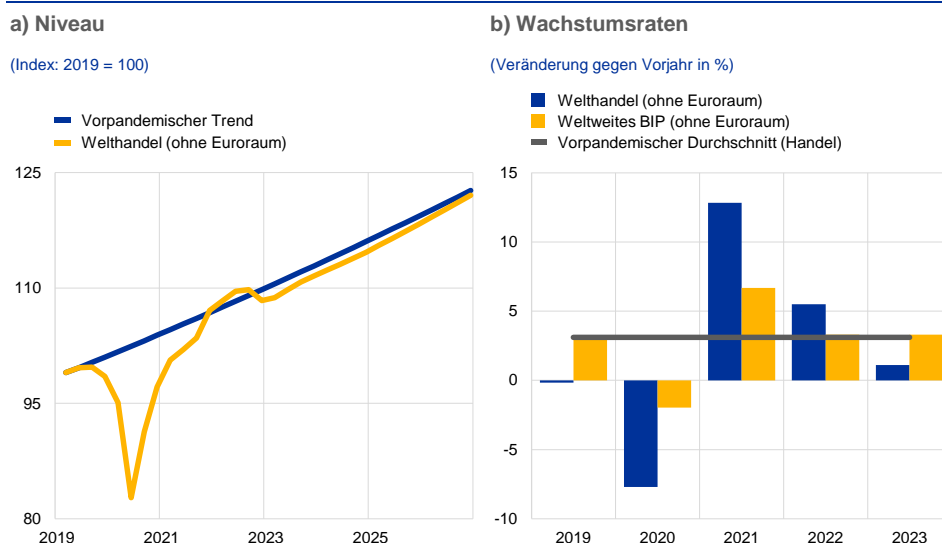
Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Laura Hespert, Jan Linzenich und Baptiste Meunier

Die Entwicklung des Welthandels war 2023 noch immer von den Nachwirkungen des durch die Pandemie verursachten Schocks geprägt. Zu Beginn der Corona-Pandemie war die Konjunktur weltweit eingebrochen. Es kam – wenn auch nur kurzzeitig – zur schwerwiegendsten globalen Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg, die mit umfangreichen Stützungsmaßnahmen der Politik einherging. Damals verzeichnete auch der Welthandel einen drastischen Rückgang. In den ersten beiden Quartalen des Jahres 2020 schrumpfte der internationale Handel um 16 %. Der Schock war damit sogar größer als jener, der durch die globale Finanzkrise ausgelöst wurde. In den Jahren 2021 und 2022 erholte sich der Handel mit Wachstumsraten von 12,8 % bzw. 5,5 % rasch. Im ersten Quartal 2021 erreichte er wieder sein vor der Pandemie verzeichnetes Niveau (siehe Abbildung A, Grafik a). In der zweiten Jahreshälfte 2022 begann sich die Dynamik jedoch merklich zu verlangsamen. Nachdem im vierten Quartal 2022 negative Werte verzeichnet wurden, erholte sich der Handel 2023 nur ganz allmählich. Den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2023 zufolge könnte sich der internationale Handel 2023 um lediglich 1,1 % ausgeweitet haben.¹ Dies wäre deutlich weniger als das durchschnittliche jährliche Wachstum in der Zeit vor der Pandemie (genauer gesagt von 2012 bis 2019) und auch weniger als das 2023 verbuchte weltweite BIP-Wachstum (siehe Abbildung A, Grafik b).

¹ Siehe EZB, [Das außenwirtschaftliche Umfeld](#), Kasten 2 in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2023.

Abbildung A

Tatsächliches und trendmäßiges Wachstum des Welthandels



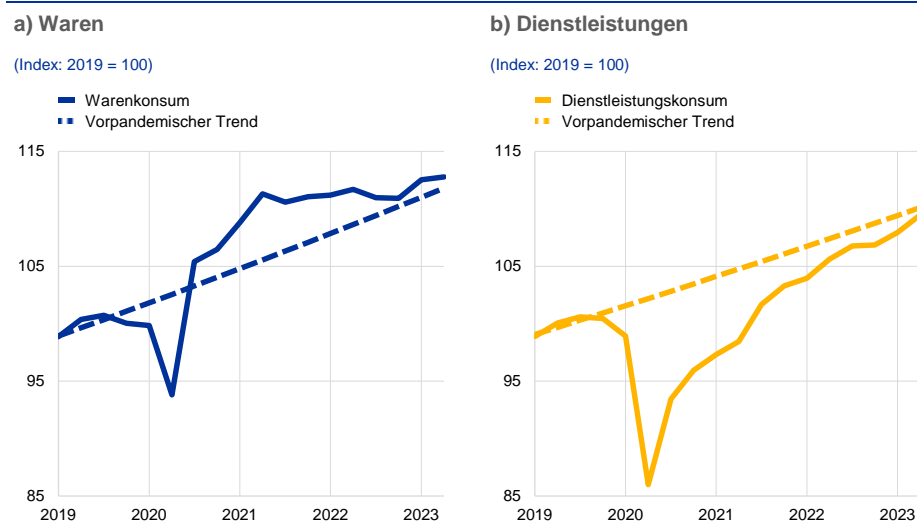
Quellen: Haver Analytics, EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023.
Anmerkung: „Welthandel“ bezieht sich auf die Aggregation der realen Importe aller Länder (ohne Euroraum). Das trendmäßige Wachstum in Grafik a basiert auf der durchschnittlichen Wachstumsrate der Trendkomponente des Welthandels im Zeitraum 2012-2019. Es wurde durch Anwendung des Hodrick-Prescott-Filters auf die logarithmierten Werte ermittelt.

Die kräftige Dynamik des Welthandels 2021 und Anfang 2022 war auf

pandemiespezifische Faktoren zurückzuführen. Der wichtigste Faktor war dabei die Erholung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität nach dem anfänglichen Corona-Schock. Unterstützt wurde dies durch die Verlagerung der weltweiten Nachfrage von Dienstleistungen hin zu Waren. So zog die Nachfrage nach Waren ab dem zweiten Halbjahr 2020 spürbar an. Hintergrund waren ungewöhnlich starke Verschiebungen beim Konsumverhalten, denn der Konsum von kontaktintensiven Dienstleistungen wurde durch die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen beeinträchtigt (siehe Abbildung B). Zugleich wurden umfangreiche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen zur Abfederung des Corona-Schocks ergriffen. Aufgrund der höheren Handelsintensität von Waren im Vergleich zu Dienstleistungen verstärkte dieses veränderte Nachfrageverhalten den kräftigen Aufschwung im Handel. Gegen Ende 2021 übertraf das Handelswachstum den vor der Pandemie verzeichneten Trend (siehe Abbildung A). Gleichzeitig verhinderten pandemiebedingte Lieferengpässe, die weltweit zu längeren Lieferzeiten führten, einen noch stärkeren Zuwachs. Im Jahr 2022 wurde das Handelswachstum vorübergehend dadurch angekurbelt, dass Unternehmen ihre Lagerbestände aufstockten, weil sie befürchteten, dass es zu einer Lagererschöpfung kommen könnte. Die Normalisierung bei den Lieferengpässen und die Abschwächung der weltweiten Nachfrage trugen dazu bei, dass die Unternehmen ihre Auftragsrückstände nach und nach abarbeiten konnten (siehe Abbildung C). Die auf internationaler Ebene verzeichnete Belebung im Bereich Tourismus, Reisen und Verkehr verlieh dem Welthandel das gesamte Jahr über zusätzlichen Auftrieb.

Abbildung B

Tatsächlicher und trendmäßiger weltweiter Konsum (ohne Euroraum)



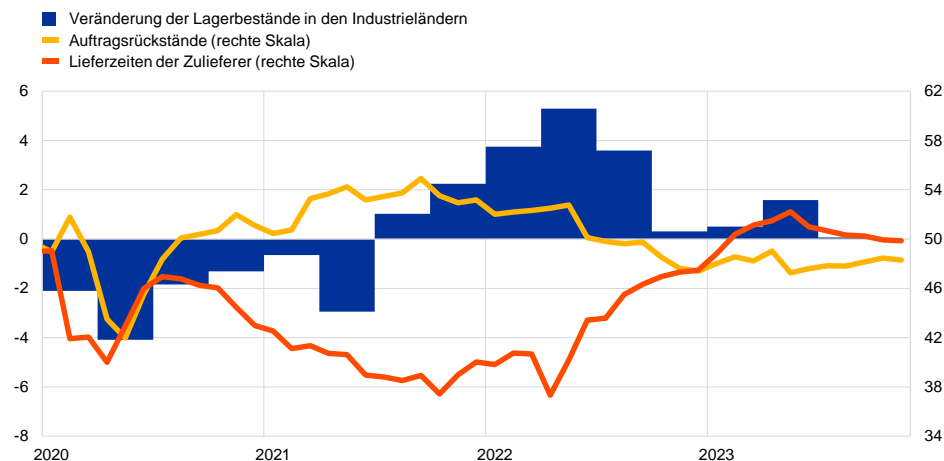
Quellen: Nationale Quellen, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der weltweite Konsum bezieht sich auf eine Aggregation des privaten inländischen Konsums in 16 Ländern außerhalb des Euroraums, deren Anteil am weltweiten BIP bei 48 % liegt, gewichtet nach dem Anteil der Länder am weltweiten Konsum (ohne Euroraum). Das trendmäßige Wachstum basiert auf der durchschnittlichen Wachstumsrate im Zeitraum 2012-2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

Abbildung C

Lagerbestände, Auftragsrückstände und Lieferengpässe

(linke Skala: standardisierte Veränderung der Abweichung vom Durchschnitt 2012-2019; rechte Skala: Diffusionsindex)



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

Anmerkung: Ohne Euroraum. Die realen Lagerbestände werden als Hauptkomponente der standardisierten Messgrößen aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten berechnet. Für die Lieferzeiten der Zulieferer und die Auftragsrückstände wird ein Diffusionsindex erstellt, der dem Anteil der Befragten entspricht, die eine Verbesserung (Verschlechterung) der wirtschaftlichen Lage meldeten. Ein Wert von über (unter) 50 bedeutet, dass ein höherer Anteil der Befragten eine Verbesserung (Verschlechterung) meldete. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2023 (Lieferzeiten der Zulieferer und Auftragsrückstände) bzw. auf das dritte Quartal 2023 (Veränderungen der realen Lagerbestände).

Die anschließende Schwäche des internationalen Handels im Jahr 2023 war Ausdruck einer weniger handelsintensiven Zusammensetzung der globalen Wirtschaftstätigkeit. Aber auch das Auslaufen der zuvor erwähnten Sonderfaktoren spielte hierbei eine Rolle. Zum einen verlangsamte sich das Wachstum des realen BIP in den Industrieländern – wo die Inlandsnachfrage

importintensiver ist – stärker als in den Schwellenländern.² Zum anderen erholten sich zwar die privaten Konsumausgaben deutlich, doch blieben die privaten Investitionen schleppend. Verantwortlich hierfür war ein Zusammenspiel aus der strafferen Geldpolitik, einer höheren Unsicherheit angesichts der verstärkten geopolitischen Spannungen sowie der Rücknahme der pandemiebedingten finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen. Schätzungen auf Basis eines Importnachfragemodells deuten darauf hin, dass rund die Hälfte des seit 2022 beobachteten Rückgangs im Welthandel diesen schwächeren Fundamentaldaten geschuldet ist. Besonders stark wirkte hierbei die verhaltene Dynamik der Investitionen, die im Schlussquartal 2022 ein negatives Wachstum verzeichneten (siehe Abbildung D).³ Neben den Fundamentaldaten waren aber dem Modell zufolge auch andere Faktoren maßgeblich, die Anfang 2023 zum Tragen kamen, deren Einfluss sich aber bereits ab Ende 2022 bemerkbar gemacht hatte. Dies lässt sich aus den umfangreichen negativen Restgrößen ablesen, die mit dem Auslaufen der zuvor erwähnten pandemiebedingten Faktoren zusammenhängen könnten. So verlagerte sich etwa dank der vollständigen Aufhebung der Corona-Maßnahmen die Nachfrage von den handelsintensiven Waren schrittweise wieder hin zu den Dienstleistungen (siehe Abbildung B), was die Entwicklung des Handels noch weiter beeinträchtigte. Die Verschiebung des Konsumverhaltens steht auch im Einklang mit der Eintrübung der globalen Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe. Da das verarbeitende Gewerbe sehr handelsintensiv ist, schwächt sich der Welthandel bei einem kräftigen Produktionsrückgang im verarbeitenden Gewerbe stärker ab als das weltweite BIP.⁴

² Die Importintensität bezieht sich auf den Anteil der Endnachfrage eines Landes, der direkt oder indirekt mit den Importen verknüpft ist. Im Durchschnitt liegt die Importintensität der Inlandsnachfrage in den Schwellenländern bei rund 20 % und in den Industrieländern bei 30 %. Mit Blick auf den weltweiten Konsum beträgt die Importintensität rund 20 %, bei den weltweiten Investitionen indes 40 %. Die Importintensität des Warenkonsums beläuft sich auf etwa 45 %, die des Dienstleistungskonsums hingegen auf lediglich 15 %. Die Importintensitäten werden anhand des Handels gemessen an der Wertschöpfung (Trade in Value-Added – TiVA) auf Basis der Input-Output-Tabellen der OECD für das Jahr 2019 berechnet. Die Methode orientiert sich an M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri und N. Yamano, Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009, American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 5, Nr. 3, 2013, S. 118-151.

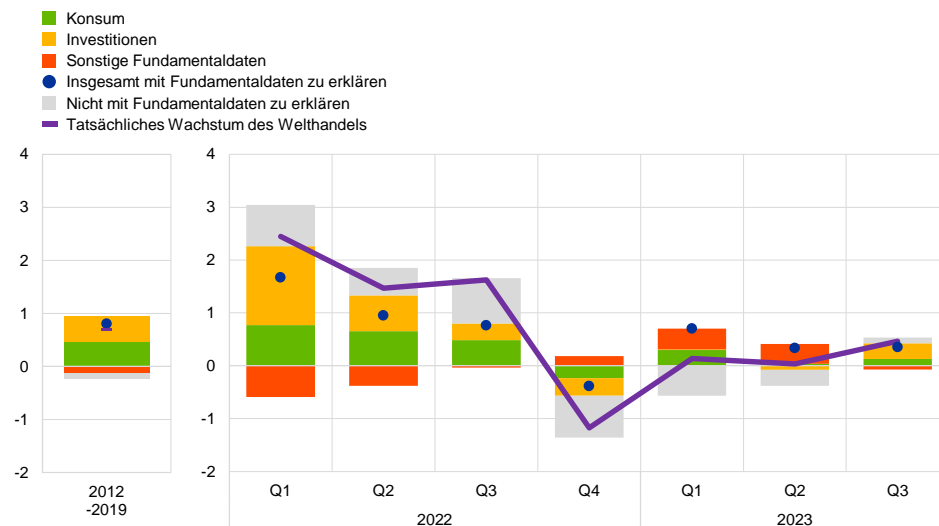
³ Die aus Abbildung D ersichtlichen Beiträge stammen aus Fehlerkorrekturmodellen für die einzelnen Länder, die das jeweilige reale Importvolumen zu den Komponenten der Inlandsnachfrage und den relativen Importpreisen in Relation setzen. Die Messgrößen der um die Importintensität bereinigten Nachfrage werden durch eine Gewichtung der Komponenten der Inlandsnachfrage gemäß ihrer Importintensität ermittelt. Nichtlineare deterministische Trends fließen in die langfristigen Beziehungen ein, um Faktoren wie Verschiebungen der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit oder Veränderungen des außenwirtschaftlichen Öffnungsgrads zu erfassen. „Sonstige Fundamentaldaten“ umfassen die Beiträge der relativen Preise und der Trends.

⁴ Gewerbliche Erzeugnisse machen 81 % der weltweiten Einfuhren von Waren und Dienstleistungen, aber nur 20 % der weltweiten Wertschöpfung aus (der Anteil der Dienstleistungen liegt bei 19 % bzw. 80 %).

Abbildung D

Beiträge zum Wachstum des Welthandels

(Veränderung gegen Vorquartal in %; in Prozentpunkten)



Quellen: World Input-Output Database (WIOD), Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Welthandel“ bezieht sich auf eine Aggregation der realen Importe in 17 Ländern außerhalb des Euroraums, deren Anteil an den weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum) bei 58 % liegt. China wurde mangels verfügbarer Daten nicht berücksichtigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

Die Ursachen dieser Entwicklung lassen sich anhand einer strukturellen Zerlegung des Welthandels auf Grundlage einer bayesianischen Vektorautoregression aufzeigen (siehe Abbildung E).⁵

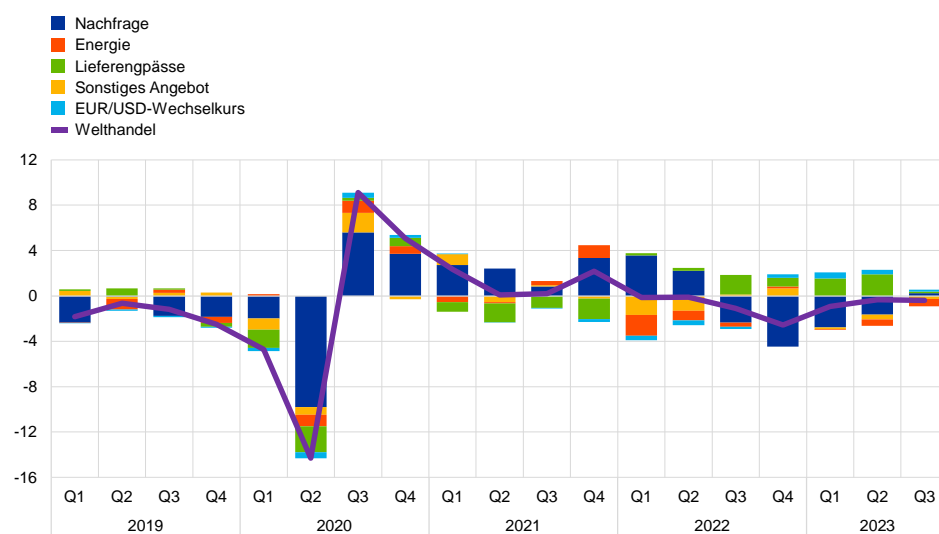
Der zunächst verzeichnete Einbruch des Handels lässt sich durch einen drastischen Nachfragerückgang in der ersten Jahreshälfte 2020 erklären. Danach kam es zu einer merklichen Belebung der Nachfrage, die dann aber durch die im Laufe des Jahres 2021 aufgetretenen Lieferengpässe etwas gebremst wurde. Der Schock durch die Lieferengpässe kehrte sich Anfang 2022 im Zuge der allmählichen Normalisierung der Angebotsstörungen vom Negativen ins Positive. Dies stützte den Handel, und zwar auch dann noch, als die Nachfrage nach und nach schwächer wurde und der Energieangebotschock

⁵ Die Schätzung basiert auf einer bayesianischen Vektorautoregression (BVAR) mit fünf Datenreihen: dem Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) der Federal Reserve Bank of New York, den weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum), den weltweiten Exportpreisen in Landeswährung (ohne Euroraum), den Ölpreisen und dem EUR/USD-Wechselkurs. Das Modell wird in vierteljährlicher Frequenz für den Zeitraum vom ersten Quartal 1998 bis zum ersten Quartal 2023 geschätzt. Die Identifizierung der in das Modell einfließenden fünf Schocks (weltweite Nachfrage, Energie, Lieferengpässe, sonstiges Angebot und EUR/USD-Wechselkurs) basiert auf Null- und Vorzeichenrestriktionen.

seine Wirkung entfaltete.⁶ Die rückläufige Inlandsnachfrage führte dann vor allem im Schlussquartal 2022 zu einer merklichen Abschwächung der internationalen Handelstätigkeit. Der Beitrag der Nachfrage zum Welthandel erholte sich im Laufe des Jahres 2023 sukzessive, als sich die pandemiebedingten Faktoren weitgehend normalisierten.

Abbildung E Schockzerlegung des Welthandelswachstums

(Veränderung der Abweichung vom Durchschnitt 2012-2019 gegen Vorquartal in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Haver Analytics, Federal Reserve Bank of New York und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Welthandel“ bezieht sich auf die Importe weltweit (ohne Euroraum). Die Schockzerlegung basiert auf einem BVAR-Modell mit fünf Variablen (Importe weltweit, Exportpreise weltweit, Global Supply Chain Pressure Index, Ölpreise und EUR/USD-Wechselkurs). Strukturelle Schocks werden anhand von Null- und Vorzeichenrestriktionen identifiziert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

Das Wachstum des Welthandels dürfte sich über den Projektionszeitraum hinweg erholen. Die Handelsströme werden sich den Erwartungen zufolge stärker den Fundamentaldaten angleichen und überdies dem langfristigen Trend annähern (siehe Abbildung D bzw. Abbildung A, Grafik a). Nachdem die Lieferengpässe und der Lagerzyklus wieder weitgehend ein normales Niveau erreicht haben (siehe Abbildung C), dürfte sich der Lageraufbau nun wieder stärker

⁶ Der begrenzte Beitrag des Energieangebotsschocks zum Welthandel im Jahr 2022 (und sein positiver Beitrag im vierten Quartal 2021) könnte verschiedenen Faktoren zuzuschreiben sein: Erstens wirken höhere Energiepreise auch nachfragehemmend, da das Einkommen von den Energieimporteuren hin zu den Energieexporteuren umverteilt wird, die in der Regel eine niedrigere marginale Ausgabenneigung aufweisen. Und zweitens bleibt der Euroraum, in dem der jüngste Energiepreisschock überproportional stark ausfiel, bei der Betrachtung unberücksichtigt. Das Ausmaß des Energieangebotsschocks erweist sich gegenüber alternativen Messgrößen der Energiepreise als robust, so auch gegenüber einem synthetischen Index, der Öl- und Gaspreise kombiniert. Die begrenzten Auswirkungen des Energieangebotsschocks auf das Handelsvolumen stehen auch im Einklang mit der Fachliteratur (siehe beispielsweise M. Sato und A. Dechezleprêtre, *Asymmetric industrial energy prices and international trade*, *Energy Economics*, Bd. 52, 2015, S. 130-141) und ähnlichen Schätzungen des Handelsvolumens auf Basis eines strukturellen VAR-Modells. Informationen zu den Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums finden sich in: EZB, [Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Euroraums](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2023. Da die Kreditaufnahme durch Finanzierungsbeschränkungen beeinträchtigt wurde, wird angenommen, dass die Auswirkungen finanzieller Faktoren auf den Welthandel durch den Nachfrageschock erfasst werden. Gleichwohl dürften finanzielle Faktoren zumindest eine untergeordnete Rolle bei den seit der Pandemie beobachteten Auswirkungen auf den Handel gespielt haben (siehe beispielsweise H. Simola, *Consumption and service sector demand played a key role in the COVID-19 global trade collapse*, *VoxEU.org*, 24. November 2021).

im Einklang mit den historischen Normwerten entwickeln. Aktuelle Umfrageergebnisse zur Dienstleistungsproduktion nach Sektoren weisen außerdem auf eine deutliche Wachstumsverlangsamung im Vergleich zur hohen Dynamik im ersten Halbjahr 2023 hin. Dies lässt darauf schließen, dass die Impulse, die nach der Pandemie vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgingen, inzwischen im Großen und Ganzen abgeklungen sind. Demnach normalisiert sich die Zusammensetzung der Verbrauchernachfrage wieder, und die Rückverlagerung hin zum Dienstleistungskonsum ist nahezu abgeschlossen. So nähern sich die Konsumausgaben bei Waren und Dienstleistungen wieder ihrem vorpandemischen Trend an (siehe Abbildung B). Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023 zufolge wird sich das Wachstum des internationalen Handels (ohne Euroraum) sukzessive von 1,1 % im Jahr 2023 auf 3,0 % im Jahr 2024 erholen – weitgehend im Einklang mit der langfristigen Einheitselastizität des Welthandels zum weltweiten BIP.⁷ Dementsprechend dürfte der Handel gegen Ende des Projektionszeitraums wieder allmählich das Trendniveau erreichen, das er vor der Pandemie verzeichnet hatte (siehe Abbildung A, Grafik a).⁸ Die Projektionen zur Entwicklung des Handels stehen auch mit den Prognosen anderer Institutionen im Einklang, die auf eine Normalisierung der Aussichten für den Welthandel ab 2024 hinweisen.⁹

Mit Blick auf die Zukunft werden die Risiken für den Welthandel als weitgehend ausgewogen erachtet. Dem Waren- und Dienstleistungshandel könnte unter anderem eine stärkere Nutzung digitaler Dienstleistungen, auch solcher im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz, zugutekommen. Andererseits könnten Reshoring-Maßnahmen das Handelsvolumen verringern. Die Einführung solcher Maßnahmen zur Produktionsrückverlagerung aus dem Ausland – insbesondere für kritische Güter und Technologien – könnte angesichts zunehmender Handelsspannungen vor allem zwischen den Vereinigten Staaten und China einen Rückgang des Handelsvolumens zur Folge haben. Beispiele für solche Maßnahmen sind unter anderem das US-amerikanische Halbleitergesetz (US CHIPS and Science Act), Chinas Strategie des doppelten Wirtschaftskreislaufs (Dual Circulation Strategy) oder das US-amerikanische Gesetz zur Inflationsbekämpfung (US Inflation Reduction Act).¹⁰ Ganz allgemein könnte eine Fragmentierung des Handels entlang

⁷ Siehe IRC Trade Task Force, [Understanding the weakness in global trade - What is the new normal?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, 2016.

⁸ Siehe EZB, [Das außenwirtschaftliche Umfeld](#), Kasten 2 in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2023.

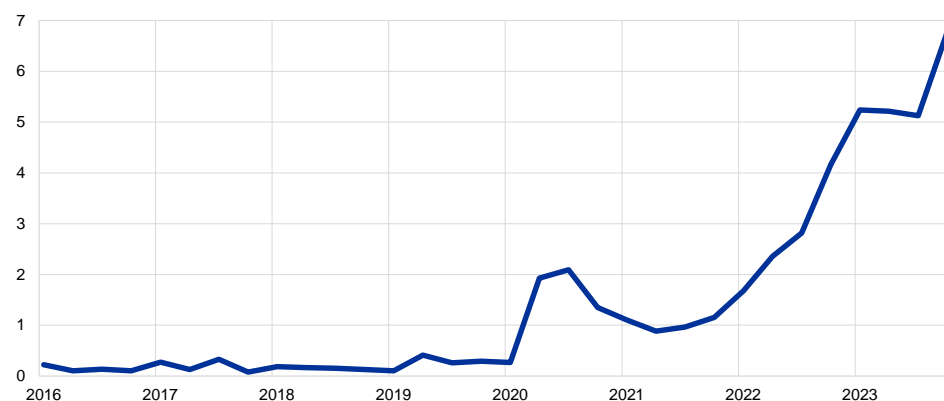
⁹ Die Prognosen für die Jahreswachstumsrate des Welthandels im Jahr 2024 lauten wie folgt: IWF: 3,5 %, OECD: 2,7 %, Welthandelsorganisation: 3,3 % (nur Warenhandel), Europäische Kommission: 3,0 % und Weltbank: 2,8 %. Die Prognosewerte stammen aus dem World Economic Outlook vom Oktober 2023 (IWF), dem OECD-Wirtschaftsausblick vom November 2023 (OECD), dem Global Trade Outlook vom Oktober 2023 (Welthandelsorganisation), der Herbstprognose 2023 (Europäische Kommission) und den Global Economic Prospects vom Juni 2023 (Weltbank).

¹⁰ China hat sich im Rahmen der 2020 verabschiedeten Strategie des doppelten Wirtschaftskreislaufs zum einen die vertikale Integration der Produktion und die Erlangung einer vom großen Binnenmarkt des Landes getragenen wirtschaftlichen Autonomie und zum anderen die Globalisierung chinesischer Unternehmen durch die „Neue Seidenstraße“ (Belt and Road Initiative) zum Ziel gesetzt. In den Vereinigten Staaten sieht der US CHIPS and Science Act aus dem Jahr 2022 umfangreiche Subventionen und Anreize für Forschung und Entwicklung sowie für die Fertigung technologischer Komponenten vor. Mit dem US Inflation Reduction Act von 2022 soll es den Vereinigten Staaten leichter gelingen, wichtige grüne Technologien anzulocken. Dabei werden hohe Subventionszahlungen für die Produktion in den einzelnen Sektoren und beträchtliche finanzielle Anreize (z. B. Steuergutschriften für den Erwerb von Elektrofahrzeugen und Ausrüstungsinvestitionen für erneuerbare Energien) unter der Voraussetzung gewährt, dass ein bestimmter Anteil im Inland produziert wurde.

von Bereichen politischer Einflussnahme den Handel belasten, auch wenn sich die konjunkturellen Faktoren normalisieren. Bislang gibt es kaum Belege dafür, dass der aggregierte Handel bereits deutlich durch eine Deglobalisierung beeinträchtigt worden ist. Allerdings nehmen die Handelshemmnisse seit 2019 zu, und weiche Indikatoren auf Basis von Earnings Calls – Telefon- oder Videokonferenzen, in denen börsennotierte Unternehmen über ihre Finanzkennzahlen berichten – weisen darauf hin, dass die Begriffe Reshoring (Produktionsrückverlagerung in das Heimatland) und Friendshoring (Bezug eines größeren Anteils der Vorleistungen aus politisch nahestehenden Ländern) seit 2022 deutlich häufiger verwendet werden (siehe Abbildung F).¹¹ Außerdem zeigt eine aktuelle Umfrage der EZB unter großen Unternehmen in der EU, dass die Unternehmen damit rechnen, in den nächsten fünf Jahren verstärkt Standorte zu verlagern, um ihre Geschäftsmodelle widerstandsfähiger zu machen.¹²

Abbildung F
Globales Vorkommen von Begriffen zum Thema Produktionsverlagerung in Earnings Calls

(Anteil der Sätze, die mindestens einen der Suchbegriffe enthielten, an allen bei Earnings Calls erfassten Sätzen in %)



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Vorkommen auf Unternehmensebene wird über alle Unternehmen und über jedes Quartal hinweg gemittelt. Die Earnings Calls (Konferenzen börsennotierter Unternehmen über ihre Finanzkennzahlen) wurden auf folgende Suchbegriffe hin untersucht: Friendshoring (Bezug eines größeren Anteils der Vorleistungen aus politisch nahestehenden Ländern), Nearshoring (Produktionsverlagerung in ein geografisch näher gelegenes Land), Onshoring (Produktionsverlagerung innerhalb des Heimatlandes in die Nähe des Kundenstandorts) und Reshoring (Produktionsrückverlagerung in das Heimatland). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

¹¹ Es gibt nur wenige empirische Belege dafür, wie eine geoökonomische Fragmentierung den Handel beeinflusst, und es wird kein signifikanter Effekt auf den Handel insgesamt festgestellt (siehe M. Di Sano, V. Gunnella und L. Lebastard, [Deglobalisation: risk or reality?](#), Der EZB-Blog, 12. Juli 2023). Weitere empirische Belege zeigen, dass die Anwendung von Handelshemmnissen zwischen zwei Ländern generell dazu führt, dass der Handel über ein Drittland erfolgt, sodass sich keine Auswirkungen auf den Handel insgesamt feststellen lassen (siehe C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic und M. Ruta, [Is US Trade Policy Reshaping Global Supply Chains?](#), VoxEU.org, 31. August 2023).

¹² Siehe EZB, [Globale Produktion und Lieferkettenrisiken – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2023. Allerdings ist unklar, wie sich Reshoring auf das Wachstum des Welthandels insgesamt auswirken wird. Dies hängt davon ab, ob sich ein relevanter Anteil der Unternehmen im Euroraum dazu entscheidet, statt auf Lieferanten außerhalb des Euroraums auf Lieferanten im Euroraum zurückzugreifen, was das aggregierte Handelswachstum beeinträchtigen könnte, oder ob stattdessen auf Lieferanten umgestellt wird, die in einem anderen Land außerhalb des Euroraums ansässig sind (z. B. eine Verlagerung von China nach Vietnam). Letzteres würde sich zwar auf die geografischen Handelsströme auswirken, dürfte aber das aggregierte Handelswachstum nur begrenzt beeinflussen.

2 Ist der EMI ein verlässlicher Indikator für das Nowcasting des realen BIP im Euroraum?

Gabe de Bondt und Lorena Saiz

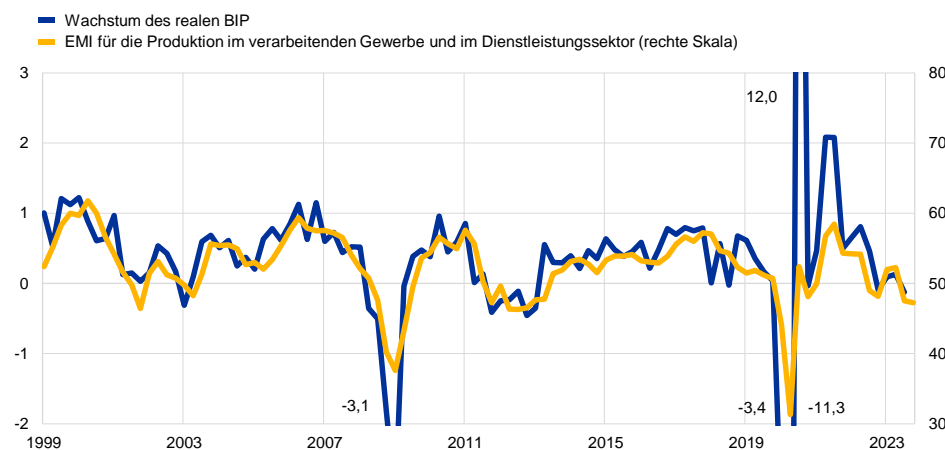
Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums korreliert tendenziell eng mit dem Wachstum des realen BIP (siehe Abbildung A). Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (oder auch zusammengesetzter EMI für die Produktion) ist ein Diffusionsindex, der sich aus der Summe des Prozentsatzes der Unternehmen, die gegenüber dem Vormonat eine Erhöhung der Produktion angaben, und der Hälfte des Prozentsatzes derer, die keine Veränderung meldeten, ergibt. Im Zuge der in der EMI-Umfrage enthaltenen Frage zur Produktion wird um Angaben zur Veränderung der tatsächlichen Produktionsmenge im jeweiligen Monat gegenüber dem Vormonat gebeten. Der EMI zeigt an, wie weit positive oder negative Produktionsveränderungen unter den Befragten verbreitet sind, wobei die Wachstumsschwelle bei 50 Punkten liegt. Nach einer einfachen Faustregel (im Folgenden als EMI-basierte Tracking-Regel bezeichnet) gilt: Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum entspricht 10 % des vierteljährlichen Durchschnitts des zusammengesetzten EMI für die Produktion (nach einem zuvor erfolgten Abzug von 50 Indexpunkten). Vor der Corona-Pandemie zeigte die Faustregel eine gute Treffsicherheit für Gegenwartsprognosen (Nowcasting).¹ Da es sich bei dem hier betrachteten EMI jedoch um einen Diffusionsindex handelt, liefert er Angaben zum extensiven Rand der Veränderung (also zur Zahl der Unternehmen, die eine Produktionsveränderung meldeten), nicht aber zum intensiven Rand der Veränderung (d. h., in welchem Umfang sich die Produktion verändert hat). Das bedeutet, dass in Zeiten extremer Produktionsvolatilität, wie beispielsweise während der Corona-Pandemie, das Niveau des EMI weniger aussagekräftig werden könnte. Auch die begrenzte Sektorabdeckung bedeutet eine Einschränkung. So stellt der Index den gewichteten Durchschnitt des EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor und des EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe dar, während andere wichtige Sektoren wie der Einzelhandel, das Baugewerbe und der Staat nicht enthalten sind. Ferner basiert die aggregierte Produktion für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor des Euroraums ausschließlich auf den Angaben der vier größten Euro-Länder und Irlands.

¹ Siehe G. J. de Bondt, [Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?](#), in: G. T. Papanikos (Hrsg.), *Economic essays*, Athens Institute for Education and Research, 2012, S. 83-97; G. J. de Bondt, [A PMI-based real GDP tracker for the euro area](#), *Journal of Business Cycle Research*, Bd. 15, 2019, S. 147-170.

Abbildung A

Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums und Wachstum des realen BIP

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



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

Anmerkung: Die beiden Skalen der y-Achse spiegeln die EMI-basierte Tracking-Regel wider, die 10 % des vierteljährlichen Durchschnitts des um 50 Indexpunkte verminderten EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor entspricht.

Die aus dem EMI – sowohl dem zusammengesetzten Index als auch den sektoralen Indizes – abgeleiteten Angaben sind für die mechanischen kurzfristigen Prognoseinstrumente für das BIP, die die EZB und das Eurosystem heranziehen, von großer Bedeutung. Die kurzfristigen mechanischen

Prognosemodelle der EZB umfassen einfache lineare Regressionen, die die vierteljährlichen Durchschnittswerte der monatlichen EMI-Daten direkt mit dem realen BIP verknüpfen.² Diese Regressionen werden auch Brückengleichungen genannt, da die BIP-Prädiktoren die Lücke zwischen den höherfrequenten Daten, die früher vorliegen (z. B. jene zur Industrieproduktion), und dem vierteljährlichen BIP überbrücken. Die BIP-Prädiktoren wiederum werden neben anderen monatlichen Indikatoren mittels Satellitenmodellen, die auf sektorale EMIs zurückgreifen, prognostiziert. Insgesamt sind die EMIs im Vergleich zu anderen Indikatoren aufgrund ihrer Aktualität in den Prognosemodellen tendenziell relativ stark gewichtet.

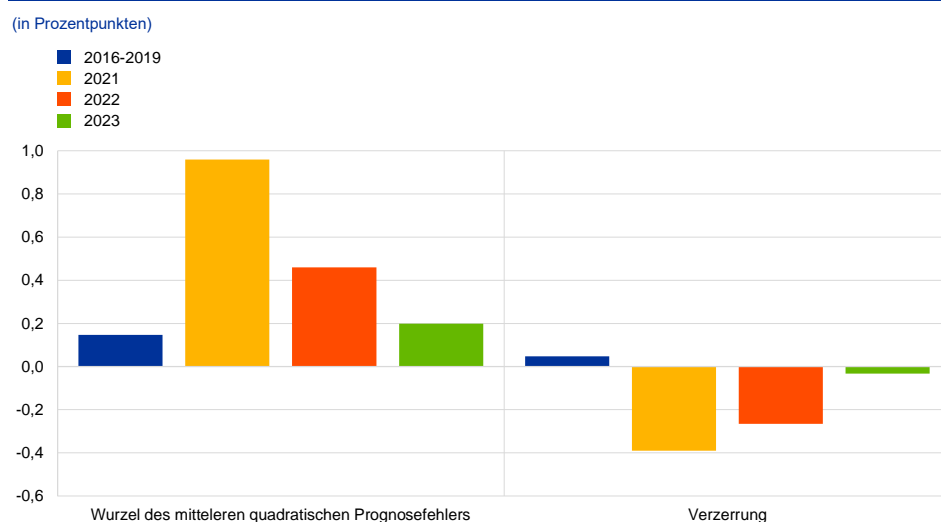
Nachdem die Vorhersagekraft während der Pandemie durch Lockdowns und das Wiederhochfahren der Wirtschaft eingeschränkt war, hat sich die Genauigkeit der EMI-basierten kurzfristigen Prognosemodelle der EZB inzwischen wieder verbessert (siehe Abbildung B). Nach einer Verschlechterung 2020 und 2021 verbesserte sich die Prognosegenauigkeit des EMI-basierten kurzfristigen Prognoseinstruments der EZB in den Jahren 2022 und 2023 wieder. In dieser Zeit nahmen die Vorhersagefehler – gemessen anhand der Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers – deutlich ab und näherten sich allmählich wieder dem zuvor üblicheren Niveau an, das im Durchschnitt von 2016 bis 2019

² Siehe EZB, [Kurzfristige Konjunkturprognosen der EZB für das Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 2/2020.

verzeichnet worden war.³ Anhand der negativen Verzerrung lässt sich ablesen, dass die EMI-basierten Modelle 2021 und 2022 das BIP-Wachstum unterschätzten (um 0,4 bzw. 0,3 Prozentpunkte). 2023 lag die durchschnittliche Abweichung praktisch bei null. Dies lässt darauf schließen, dass die Wachstumsfaktoren 2021 und 2022 von den EMIs nicht vollständig erfasst wurden. Ein genauerer Blick auf die sektoralen Entwicklungen zeigt, dass die Indizes die Folgen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und der Störungen der Lieferketten nicht vollumfänglich berücksichtigten. Dies führte dazu, dass die Aktivität im Dienstleistungssektor in gewissem Maße unterschätzt und die Aktivität in der Industrie zugleich überschätzt wurde.

Abbildung B

Prognosegenauigkeit des EMI-basierten kurzfristigen Prognoseinstrumentes der EZB



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers und die Verzerrung, die als durchschnittliche Differenz zwischen der Prognose und dem tatsächlichen Ergebnis definiert ist. Die Prognosen werden auf Basis von Echtzeitdaten zwei Wochen vor der von Eurostat veröffentlichten Schnellschätzung des BIP erstellt und damit verglichen.

Mit dem jüngsten BIP-Datenstand als Zielwert war die Prognosegenauigkeit der EMI-basierten Nowcasts in den Jahren 2022 und 2023 vergleichbar mit der Genauigkeit der ersten BIP-Schätzungen (siehe Abbildung C)⁴. Die

Prognosefehler der EMI-basierten kurzfristigen Prognosemodelle der EZB und der EMI-basierten Tracking-Regel hatten in etwa dieselbe Größenordnung wie jene der Nowcasts der von Fachleuten der EZB bzw. des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die sämtliche verfügbaren Echtzeitinformationen, einschließlich der aus dem EMI abgeleiteten Prognosen, sowie Experteneinschätzungen nutzen. Allgemein gilt: Je mehr Monatsangaben in Echtzeit innerhalb eines Quartals zur Verfügung stehen, desto weniger Fehler enthalten die

³ Die Ergebnisse des Jahres 2020 werden im vorliegenden Kasten nicht berücksichtigt. Der Beginn der Corona-Pandemie im Jahr 2020 machte eine Anpassung des standardmäßigen Nowcasting-Instrumentariums zur Echtzeitprognose des realen BIP-Wachstums im Euroraum notwendig. Siehe hierzu EZB, [Beurteilung der kurzfristigen Wirtschaftsentwicklung in Zeiten von Covid-19](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2020.

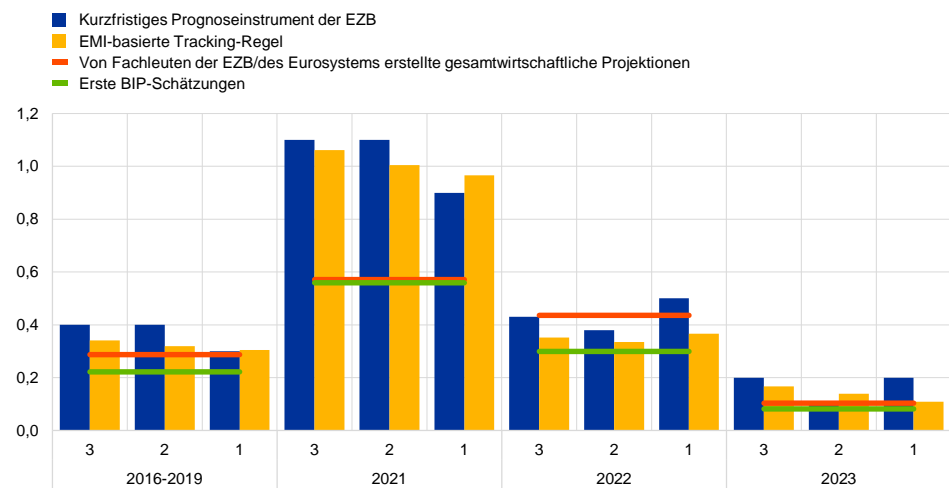
⁴ Die Fehler, darunter auch jene, die aus der Veröffentlichung der ersten BIP-Daten abgeleitet werden, könnten jedoch in den letzten Quartalen fälschlicherweise zu niedrig sein, weil das BIP im Zeitverlauf korrigiert wird.

Nowcasts zum BIP-Wachstum im betrachteten Quartal. Für 2022 und 2023 traf dies auf die BIP-Nowcasts aus dem EMI-basierten kurzfristigen Prognoseinstrument der EZB nicht zu. Dass hier eine leichte Verschlechterung eintrat, als zunehmend mehr Informationen vorlagen, war vermutlich den Reaktionen der Politik auf mehrere aufeinanderfolgende Schocks geschuldet. Auch Wachstumsimpulse aus Sektoren, die der zusammengesetzte EMI für die Produktion nicht erfasst, wie beispielsweise Staatsausgaben, könnten hierbei eine Rolle gespielt haben. Die geringe Zahl an Beobachtungen im jeweiligen Kalenderjahr lässt indes keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor ist somit im Ergebnis immer noch ein zuverlässiger Indikator für das Nowcasting des BIP-Wachstums im Euroraum.

Abbildung C

Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers beim Nowcasting des realen BIP-Wachstums im Euroraum auf Basis des jüngsten Datenstands zum BIP

(in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die Zahlen „3“, „2“ und „1“ stellen die Zahl der Monate vor der Veröffentlichung der ersten BIP-Schätzung dar. Das Echtzeit-Nowcast der von Fachleuten der EZB bzw. des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen liegt etwa zwei Monate vor der ersten BIP-Schätzung vor. Die Prognosefehler werden unter Verwendung des jüngsten verfügbaren Datenstands zum BIP (19. Januar 2024) als Zielwert berechnet. 2023 basiert nur deshalb auf den ersten drei Quartalen, weil der erste Datenstand zum vierten Quartal 2023 nach dem Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts veröffentlicht wurde.

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

Gabe de Bondt, Friderike Kuik und Richard Morris

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 70 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 2. bis zum 10. Januar 2024 statt.¹

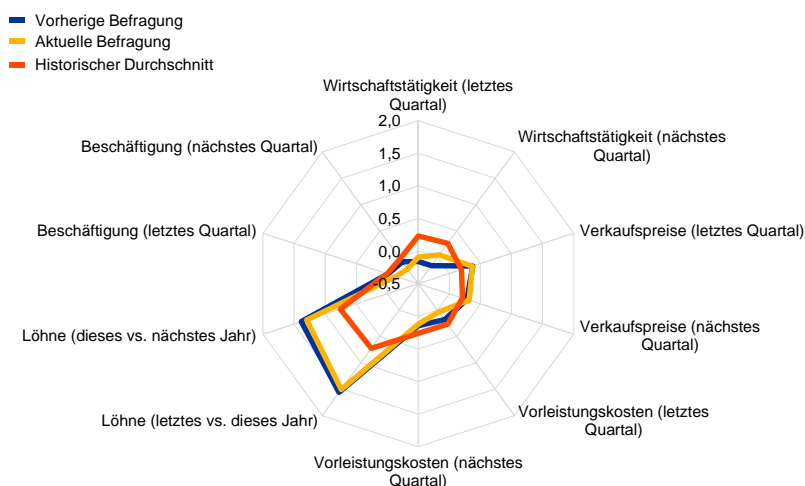
Den befragten Unternehmen zufolge stellte sich die wirtschaftliche Lage weitgehend unverändert dar: Die Wirtschaftstätigkeit habe im vierten Quartal 2023 stagniert oder sich leicht abgeschwächt, und für das erste Quartal 2024 erwarteten sie keine oder nur eine geringe Belebung (siehe Abbildung A). Hinsichtlich der gemeldeten Dynamik gab es sowohl sektorintern als auch zwischen den einzelnen Sektoren nach wie vor große Unterschiede. Die Geschäftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe wurde ebenso wie die Aktivität in den damit verbundenen Segmenten Transport und Logistik als weiterhin schwach eingeschätzt. Die verbrauchernahen Dienstleistungen im Freizeitbereich und die digitalen Dienstleistungen waren hingegen die wichtigsten Wachstumsbereiche. Die Korrektur der Lagerbestände im gesamten zurückliegenden Jahr ist dem Vernehmen nach weitgehend abgeschlossen. Dementsprechend durchschritt die Nachfrage nach vielen Vorleistungsgütern ihre Talsohle. Allerdings sind die großen Auftragsrückstände, die sich im Zuge der vergangenen Lieferengpässe aufgetan hatten, inzwischen abgebaut, was ein verlangsamtes Wachstum oder gar eine Kontraktion bei der Investitionsgüterproduktion nach sich zieht. Folglich wurde die Ansicht vertreten, dass die Entwicklungen im verarbeitenden Gewerbe die Veränderungen des privaten Konsums und der Investitionsnachfrage nun besser widerspiegeln.

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

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung. Bei der aktuellen Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das vierte Quartal 2023 und „nächstes Quartal“ auf das erste Quartal 2024. Bei der vorherigen Befragung beziehen sich die Begriffe auf das dritte und vierte Quartal 2023. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Oktober liegt der Schwerpunkt dann auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Dialogrunden (bis ins Jahr 2008 zurückreichend) ermittelt.

Die befragten Unternehmen gaben an, dass die Verbraucher weiterhin eher Dienstleistungen im Freizeitbereich als Waren in physischer Form – insbesondere langlebige Haushaltswaren – bevorzugten.

Die Nachfrage nach Küchengeräten, Unterhaltungselektronik und Möbeln ging weiter zurück. Grund hierfür war die nachlassende Kaufkraft der privaten Haushalte in Verbindung mit der sich abschwächenden Aktivität am Wohnimmobilienmarkt. Die Pkw-Nachfrage reagierte positiv auf die jüngsten Preisanreize. Im vergangenen Jahr hatte sie generell noch unter dem Produktionsniveau gelegen, da die Hersteller ihre großen Auftragsrückstände abbauten. Die Umsätze waren dem Unternehmen nach bei den meisten Verbrauchsgütern (Nahrungsmittel, Kleidung usw.) recht stabil oder legten leicht zu. Es war jedoch weiterhin zu beobachten, dass viele Verbraucher auf günstigere Varianten umstiegen, um mehr für ihr Geld zu bekommen. Dagegen stellten die befragten Unternehmen fest, dass die Nachfrage nach Dienstleistungen im Freizeitbereich und insbesondere in der Tourismusbranche weiter stark anzog. Das Jahr 2023 war demnach ein Rekordjahr, und die aktuellen Buchungstrends signalisieren für 2024 ein noch stärkeres Wachstum.

Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen gingen der Umfrage zufolge zurück. Dies wurde aber teilweise durch zunehmende Investitionen im Zusammenhang mit dem ökologischen Wandel und der Digitalisierung ausgeglichen.

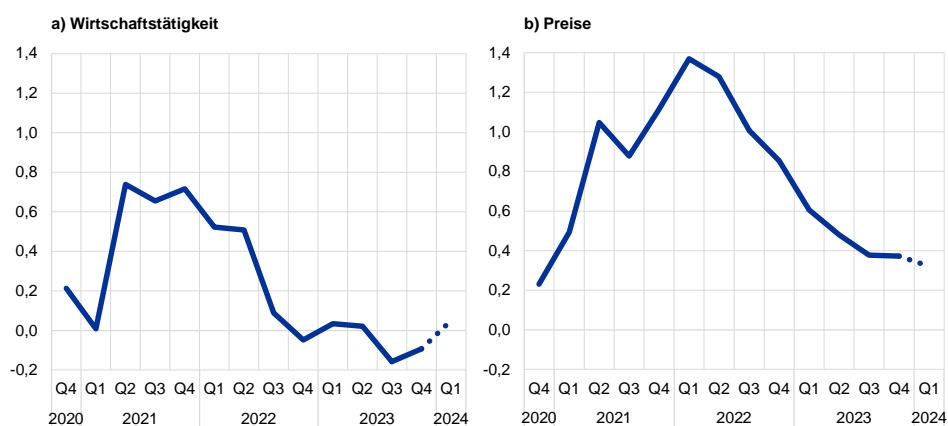
Die Ausrüstungsinvestitionen und mehr noch die Wohnungsbauinvestitionen wurden vor allem durch die jüngsten Zinserhöhungen, die gestiegene Unsicherheit und das geringe Vertrauen gedämpft. Die Aktivität im Wohnungsbau- und Immobilienbereich

wurde als stark rückläufig eingeschätzt, da bestehende Projekte abgeschlossen seien und kaum neue Projekte nachgefragt würden. Die Hersteller von Industriemaschinen gaben an, dass der Auftragseingang gering sei und eine Drosselung der Produktion vorgenommen werde oder geplant sei, da die Produktion nicht mehr wie noch 2023 durch Auftragsrückstände gestützt werde. Im Gegensatz hierzu profitierten der Tiefbau, Renovierungen und Projekte im Zusammenhang mit der Verteilung und Lieferung erneuerbarer Energien weiterhin von einer steigenden Nachfrage. Auch Unternehmen im IT-Sektor und im Bereich digitale Dienstleistungen sowie Zulieferer dieser Sektoren signalisierten ein anhaltendes Wachstum, was einen positiven Trend bei Investitionen in immaterielle Vermögenswerte impliziert.

Abbildung B

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

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

Die kurzfristigen Gesamtaussichten wurden nach wie vor als recht trübe eingeschätzt, da das Zinsniveau und die regulatorische und geopolitische Unsicherheit die Erholung bremsen.

Die meisten Unternehmen gaben an, dass das Geschäftsumfeld „nicht schlechter, aber auch nicht viel besser“ werde. Sie gingen mehrheitlich von einer stabil bleibenden oder nur sehr moderat zunehmenden Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2024 aus. Selbst wenn sich die Binnennachfrage erholen sollte, dürften die europäischen Hersteller angesichts dauerhaft hoher Energiekosten einem verstärkten Wettbewerb durch importierte Waren ausgesetzt sein. Viele der befragten Unternehmen führten auch die zunehmende Last regulatorischer Kosten an, insbesondere im Zusammenhang mit der Nachhaltigkeitsberichterstattung. Zahlreiche Unternehmen waren der Auffassung, dass sich das Verbraucher- und Unternehmerv Vertrauen erst dann signifikant verbessern werde, wenn es deutlichere Signale gebe, dass die Inflation eingedämmt sei und die Zinsen sinken oder zumindest nicht weiter steigen würden. Viele wiesen auch auf die negative Nachrichtenlage und die erhöhte Unsicherheit angesichts der zunehmenden geopolitischen Spannungen und bewaffneten Konflikte

hin, zu denen unter anderem die jüngsten Angriffe auf den Schiffsverkehr im Roten Meer zählen.

Die befragten Unternehmen hoben hervor, dass die anhaltende Unsicherheit und die zunehmende Notwendigkeit der Kostenbegrenzung die Beschäftigungslage belasteten. Die meisten Unternehmen gaben zwar an, dass die Beschäftigungslage in ihrem Unternehmen und/oder Sektor stabil sei, immer mehr Unternehmen lassen aber inzwischen entweder passiv einen Beschäftigungsrückgang mittels Fluktuation zu oder nehmen aktiv Entlassungen vor. Letzteres wurde insbesondere in den energieintensiveren Teilen der Sektoren Vorleistungs- und Gebrauchsgüter, Baugewerbe, Immobilien, Straßenverkehr und Logistik beobachtet. Hier gaben viele Unternehmen an, ihre Arbeitskosten senken zu müssen, weil sich entweder ihre Wirtschaftstätigkeit verringert habe, sie mit einer Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit oder einer Zunahme des Kostendrucks rechneten oder ihre Margen geschrumpft seien. Allgemein waren die Unternehmen über alle Wirtschaftssektoren hinweg bei Neueinstellungen zunehmend zögerlich. Unternehmen in vielen Sektoren stellten fest, dass die Beschäftigten immer weniger dazu bereit seien, die Stelle zu wechseln. Die Arbeitsvermittler meldeten nicht nur starke Rückgänge bei befristeten Arbeitsverhältnissen, sondern auch eine rückläufige Vermittlung von unbefristeten Arbeitsverhältnissen. Nach Ansicht vieler Unternehmen war der Arbeitsmarkt nach wie vor angespannt. Als Grund hierfür wurde ein struktureller Arbeitskräftemangel in vielen Berufszweigen und geografischen Bereichen genannt. Andere gaben jedoch auch an, dass es nun leichter sei, Stellen zu besetzen, als noch vor wenigen Quartalen.

Die befragten Unternehmen berichteten, dass der Anstieg der Verkaufspreise im vierten Quartal 2023 moderat geblieben sei, und rechneten auf kurze Sicht mit einer gewissen weiteren Abschwächung (siehe Abbildung B, Grafik b). In Bezug auf den Umfang und das Tempo der Anhebung von Verkaufspreisen gebe es weiterhin große Unterschiede. Nach Auskunft der Unternehmen waren die Verkaufspreise in den Industriesektoren im Durchschnitt allgemein stabil. Darin spiegelt sich eine anhaltende Abschwächung des Kostendrucks bei den Vorleistungskosten für Material, Energie und Transport wider, die von den meisten Unternehmen als stabil oder rückläufig beschrieben wurden. Da der von den Vorleistungen ausgehende nicht arbeitsbezogene Kostendruck nachließ und die Nachfrage nach vielen gewerblichen Erzeugnissen schwach blieb oder zurückging, erwarteten viele Unternehmen in den Industriebranchen für den weiteren Verlauf einen anhaltenden oder zunehmenden Abwärtsdruck auf die Preise oder allenfalls eher moderate Preissteigerungen. Viele der befragten Unternehmen sprachen die Angriffe auf den Schiffsverkehr im Roten Meer an. Sie erwarteten einen Anstieg der Frachtkosten infolge dieser Angriffe, jedoch nicht in dem Ausmaß, das während der Covid-19-Pandemie verzeichnet worden war. Die Nahrungsmittelpreise dürften nach Einschätzung des Lebensmitteleinzelhandels und seiner Lieferanten relativ stabil auf ihrem hohen Niveau bleiben. Die Kosten von Frischware seien auch durch die extremen Wetterbedingungen infolge des Klimawandels beeinträchtigt worden. Der Einzelhandel ohne Nahrungsmittel meldete zumeist stabile oder leicht steigende Preise. Etwas stärker fielen die Preissteigerungen in Luxussegmenten aus. Im übrigen Dienstleistungssektor meldeten die meisten Unternehmen einen relativ

kräftigen Anstieg der Verkaufspreise und rechneten im Schnitt auch damit, dass sich dieser weiter fortsetzen werde. Dies galt vor allem für Tourismusdienstleistungen (wenngleich die Preise von Flugtickets den Angaben zufolge einen Höchststand erreicht haben), digitale Dienstleistungen (die stark nachgefragt werden) und Dienstleistungen, bei denen die Preise durch Indexierungen oder steigende Arbeitskosten bestimmt werden.

Das Lohnwachstum dürfte sich dieses Jahr etwas abschwächen. Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird es von rund 5,3 % im Jahr 2023 auf 4,4 % im Jahr 2024 sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der quantitativen Angaben). Dieser Wert liegt leicht unter den durchschnittlichen Erwartungen der beiden vorangegangenen Befragungen. Aufgrund des verzögerten Effekts der vergangenen (mehrjährigen) Tarifabschlüsse gibt es bei einigen Unternehmen und Sektoren nach wie vor einen gewissen Nachholeffekt bei den tatsächlichen oder erwarteten Tarifabschlüssen für 2024. Die Mehrzahl der befragten Unternehmen gab jedoch an, dass das Nachlassen der Inflation und die gedämpften Nachfrageaussichten inzwischen zu einer Abschwächung oder sogar Normalisierung des Lohnwachstums beitragen.

Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen klimaschutzbezogener Transitionsmaßnahmen

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik und Romanos Priftis

Im vorliegenden Kasten werden die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen klimaschutzbezogener Maßnahmen zur Reduzierung von

Treibhausgasemissionen beurteilt. Die EU hat sich zum Ziel gesetzt, ihre Emissionen bis 2030 um mindestens 55 % gegenüber dem Stand von 1990 zu verringern. Dementsprechend haben die Mitgliedstaaten mit der Umsetzung verschiedener Maßnahmenkataloge begonnen. Die EU hat kürzlich das Klimapakete „Fit für 55“ verabschiedet, das im Zeitraum von 2024 bis 2034 schrittweise umgesetzt wird.¹ Im Kasten wird zunächst beurteilt, inwieweit die diskretionären grünen Maßnahmen der Finanzpolitik, die Bestandteil der jüngsten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023 sind, das reale BIP und die Inflation im Euroraum beeinflussen. Mit diesen Maßnahmen dürften sich die Ziele, die sich die EU mit dem „Fit für 55“-Paket in Bezug auf Emissionsreduktion, Energieeffizienz und Erzeugung erneuerbarer Energien gesetzt hat, nicht vollständig erreichen lassen. Im Kasten wird daher im weiteren Verlauf anhand von Modellsimulationen verdeutlicht, wie sich alternative Übergangsszenarien mittelfristig auswirken.

Auswirkungen der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems enthaltenen grünen finanzpolitischen Maßnahmen

Diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen, die den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft fördern, werden als grüne Maßnahmen eingestuft.

Eine finanzpolitische Maßnahme, sei es auf der Einnahmen- oder der Ausgabenseite, wird als grün eingestuft, wenn sie positive Auswirkungen in Bezug auf die Abwendung des Klimawandels bzw. die Anpassung an diesen hat.² Grundsätzlich stellen diese Maßnahmen diskretionäre Entscheidungen der jeweiligen Regierungen dar, wie beispielsweise die Anhebung von Energiesteuern oder Kraftstoff-Verbrauchsteuern auf nationaler Ebene. Sie geben weder Aufschluss über die Höhe der Einnahmen oder Ausgaben in Bezug auf diese Maßnahmen, noch berücksichtigen sie den Effekt von Preisschwankungen bei Emissionszertifikaten im

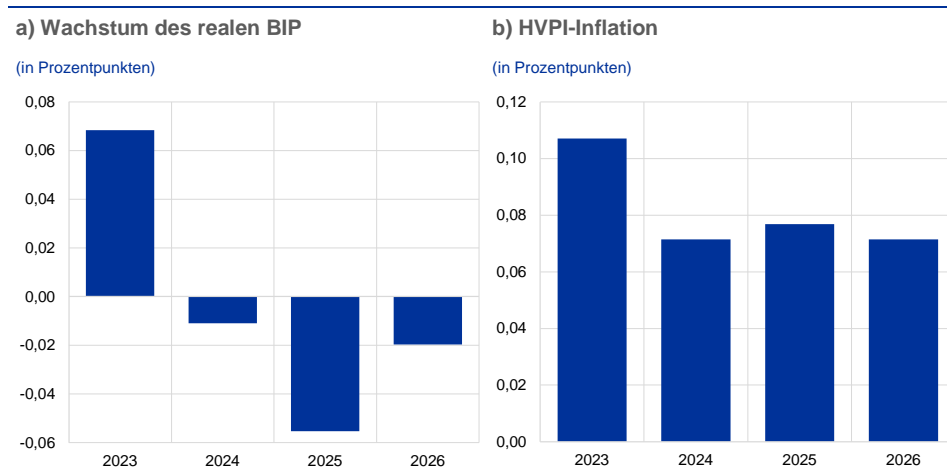
¹ Siehe die Website der Europäischen Kommission unter [Fit für 55: Unsere Bilanz](#).

² Seit der 2021 abgeschlossenen Strategieüberprüfung erhebt die EZB Informationen zu den Maßnahmen. Sie tut dies gemäß dem Aktionsplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrem geldpolitischen Handlungsrahmen. Detailliertere Angaben zur Einstufung klimabezogener finanzpolitischer Maßnahmen finden sich in: EZB, [Klimabezogene finanzpolitische Maßnahmen in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2023. Zu den Beträgen, die in den Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2023 berücksichtigt werden, siehe EZB, Kasten 8 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS).³ Im Einklang mit den für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems geltenden Grundsätzen müssen grüne Maßnahmen – damit sie in den Projektionen berücksichtigt werden – hinreichend konkret beschrieben sein. Zudem muss die Wahrscheinlichkeit hoch sein, dass sie die parlamentarische Zustimmung erhalten.

Von den grünen finanzpolitischen Maßnahmen, die Bestandteil der Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2023 sind, geht während des Projektionszeitraums zusammengenommen nur ein geringer Effekt auf die Gesamtinflation und das BIP-Wachstum aus. Der Effekt auf die Gesamtinflation des Euroraums beträgt für alle Jahre im Projektionszeitraum schätzungsweise rund 0,1 Prozentpunkte, wobei es zu geringen Schwankungen kommen kann (siehe Abbildung A). In Bezug auf das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet wird hier von einem Effekt von rund 0,07 Prozentpunkten im Jahr 2023 ausgegangen. Anschließend dürfte er sich ins Negative kehren und 2024 bei -0,01 Prozentpunkten, 2025 bei -0,06 Prozentpunkten und 2026 bei -0,02 Prozentpunkten liegen. Zusammengenommen üben grüne finanzpolitische Maßnahmen über alle Länder hinweg heterogene Einflüsse auf die Gesamtinflation und das Wachstum des realen BIP aus.

Abbildung A
Einfluss diskretionärer grüner Maßnahmen der Finanzpolitik auf das Wachstum des realen BIP und die Inflation



Quelle: Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023.
Anmerkung: Eine finanzpolitische Maßnahme wird als grün eingestuft, wenn sie positive Auswirkungen in Bezug auf die Abwendung des Klimawandels bzw. die Anpassung an diesen hat. Diese Einstufung bezieht sich auf diskretionäre Maßnahmen, die den Effekt von Schwankungen der EU-EHS-Preise außer Acht lassen.

Die in den Basisprojektionen des Eurosystems enthaltenen finanzpolitischen Maßnahmen allein dürften nicht ausreichen, um die Ziele, die sich die EU in Bezug auf Emissionsreduktion, Energieeffizienz und Erzeugung erneuerbarer Energien gesteckt hat, vollständig zu erreichen. Einige der im „Fit für 55“-Paket enthaltenen Maßnahmen fließen in die Basisprojektionen ein. Dies gilt vor allem für

³ Technische Annahmen zu den CO₂-Preisen im EU-EHS fließen in die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems ein, wenngleich sie nicht als grüne finanzpolitische Maßnahmen eingestuft werden. Sie basieren auf Terminpreisen und gehen von einem leichten Anstieg auf 85,2 € je Tonne CO₂ im Jahr 2026 aus.

grüne finanzpolitische Maßnahmen, die dazu beitragen, dass die Mitgliedstaaten ihre nationalen Ziele zur Verringerung von Emissionen erreichen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die in den jüngsten Projektionen enthaltenen Maßnahmen (und Annahmen) ausreichen werden, um die EU-Ziele in Gänze zu erreichen, und zwar aus folgenden Gründen: a) einige der auf diese Ziele hin ausgerichteten Maßnahmen werden erst nach Ablauf des aktuellen Projektionszeitraums im Jahr 2026 umgesetzt, b) einige der EU-Ziele in Bezug auf Energieeffizienz und Erzeugung erneuerbarer Energien müssen noch in nationales und europäisches Recht übertragen werden und c) in Bezug auf die nationalen Ziele zur Emissionsreduktion, die im Rahmen des Pakets „Fit für 55“ verschärft wurden (und zwar von - 29 % auf -40 % bis zum Jahr 2030 gegenüber dem Stand des Jahres 2005), bedarf es noch zusätzlicher Anstrengungen seitens der EU-Mitgliedstaaten. Daher weisen die aktuellen Emissionsprojektionen der Mitgliedstaaten noch immer auf eine große Lücke zu den EU-Zielen hin, sodass weitere Maßnahmen notwendig sein werden, um die im Paket „Fit für 55“ formulierten Ziele zu erreichen.

Mittelfristige Auswirkungen der im Einklang mit den EU-Zielen zur Emissionsverringerng stehenden Transitionsmaßnahmen

Anhand von Modellsimulationen werden die Auswirkungen einer Reihe von Transitionsszenarien untersucht, die mit den Zielen der EU zur Emissionsreduktion im Einklang stehen.

Die Simulationen erfolgen anhand des Neuen Euroraum-Modells mit disaggregiertem Energiesektor (NAWM-E).⁴ Der Benchmark-Wert spiegelt die aktuellen Emissionsprojektionen der Euro-Länder wider und basiert auf den bestehenden Maßnahmen. Um den als Benchmark verwendeten CO₂-Preis zu definieren, werden die bestehenden Maßnahmen im Zusammenhang mit der CO₂-Steuer analog zur Berechnung der OECD zu einem effektiven CO₂-Preis zusammengefasst, der 87 € je Tonne CO₂ im Jahr 2023 entspricht. Die Simulationen zielen dann im Einklang mit dem EU-Emissionsziel (Verringerung um 55 % bis 2030 gegenüber dem Stand von 1990) über die aufgrund der bestehenden Maßnahmen erforderliche Reduzierung hinaus auf eine zusätzliche Emissionsverringerng um 18 % bis 2030 ab (siehe Abbildung B).⁵ Diese Reduktion kann durch zahlreiche Kombinationen von Instrumenten erzielt werden. Der Fokus des vorliegenden Kastens liegt auf der CO₂-Steuer. Daneben werden in einem Szenario ein stärkeres Produktivitätswachstum im Bereich der Erzeugung sauberer Energie und ein reibungsloserer Übergang weg von schmutziger Energie zugrunde gelegt, ohne dass explizit erklärt wird, wie dies erreicht werden kann.

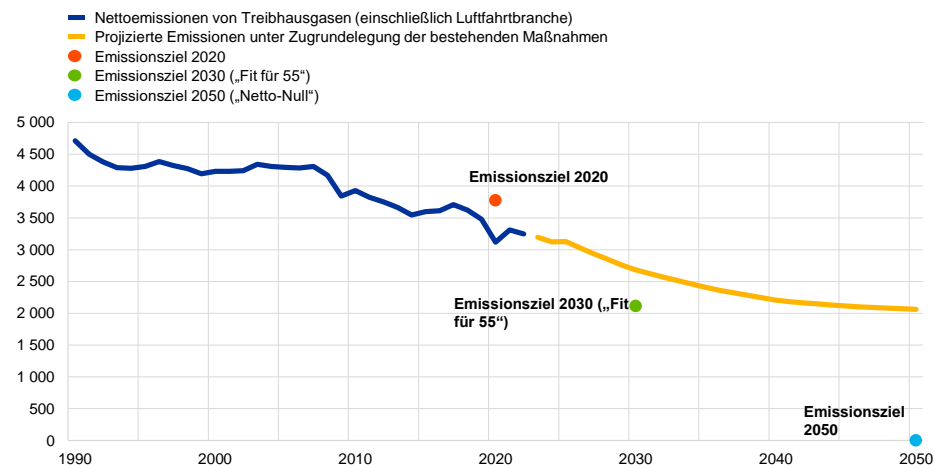
⁴ Gegenüber dem Neuen Euroraum-Modell der EZB (NAWM) wird das NAWM-E erweitert um die disaggregierte Energieerzeugung und -nutzung. Hier fragen Unternehmen und private Haushalte Energie zu Produktions- und Verbrauchszwecken nach (siehe G. Coenen, M. Lozej und R. Piffis, [Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2819, 2023).

⁵ Die jüngsten verfügbaren Angaben der OECD zu den effektiven CO₂-Preisen (netto), die den sich aus nationalen CO₂-Steuern und Energiesteuern, dem EU-EHS und den Kompensationssubventionen ergebenden effektiven CO₂-Preis abbilden, beziehen sich auf 2021. Im Rahmen dieses Modells wurden sie auf Basis der Terminpreise im EU-EHS und unter der Annahme konstanter nationaler Steuersätze auf 2023 erweitert.

Abbildung B

Treibhausgasemissionen in der EU

(in Mio. Tonnen CO₂-Äquivalenten)



Quellen: Europäische Umweltagentur (EEA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Projektionen basieren auf den von den Mitgliedstaaten an die EEA übermittelten Angaben, in denen die Maßnahmen im Rahmen des Pakets „Fit für 55“ nicht enthalten sind.

In den Modellsimulationen werden folgende Szenarien berücksichtigt (siehe Tabelle A):

- **CO₂-Steuer gemäß IEA:** Dieses Szenario geht davon aus, dass die Emissionsreduktion nur mittels CO₂-Steuern erreicht werden soll. Diese Annahme basiert auf dem World Energy Outlook 2022 der Internationalen Energieagentur (IEA) und impliziert einen linearen Anstieg der CO₂-Steuer auf 140 € je Tonne CO₂ bis 2030. Der Weg über die CO₂-Besteuerung allein reicht nicht aus, um die Emissionsziele der EU zu erreichen (siehe IEA, 2022).⁶
- **CO₂-Steuer gemäß „Fit für 55“:** Dieses Szenario geht ebenfalls davon aus, dass CO₂-Steuern die einzige Maßnahme zur Emissionsreduktion sind. Die CO₂-Steuern steigen bis 2030 linear auf 225 € je Tonne CO₂ an. Damit erfüllt das Modell das von der EU angestrebte Ziel, und zwar unabhängig vom technischen Fortschritt oder davon, ob der CO₂-Ausstoß zusätzlich reguliert wird.
- **Maßnahmenmix gemäß „Fit für 55“:** Hier wird eine Mischung aus steigenden CO₂-Steuern und anderen Elementen betrachtet. Die CO₂-Steuern erhöhen sich bis 2030 linear auf 180 € je Tonne CO₂. Andere Elemente (außer CO₂-Steuern) werden näherungsweise ermittelt als Anstieg der totalen Faktorproduktivität (TFP) im Bereich der Erzeugung sauberer Energie um 1 % über den Simulationshorizont. Zudem werden höhere Substitutionselastizitäten zwischen schmutziger und sauberer Energie sowie zwischen Energie und

⁶ Die Ergebnisse dieses Szenarios stehen im Einklang mit der Analyse von C. Brand, G. Coenen, J. Hutchinson und A. Saint Guilhem, [Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft](#), in: EZB, Wirtschaftsbericht 5/2023. Dort wird ein auf einer Reihe von Modellen basierender Ansatz verwendet, um den Einfluss der CO₂-Besteuerung auf den Euroraum zu beurteilen. Überdies stehen sie im Einklang mit G. Coenen, M. Lozej und R. Priftis, a. a. O.

anderen Faktoren bei Produktion und Verbrauch berücksichtigt.⁷ Diese anderen, nicht steuerbezogenen Elemente umfassen mögliche Schwankungen beim Technologiemix im Bereich der emissionsfreien Energieerzeugung (z. B. aufgrund grüner Investitionen) sowie schärfere Umweltschutzvorschriften. Angesichts der Tatsache, dass sich der technologische Wandel über einen längeren Zeitraum vollziehen dürfte, ist dies ein Beispielszenario und so ausgestaltet, dass die Ziele der EU zur Emissionsreduktion sowie zur Erzeugung sauberer Energien und zum Energieverbrauch bis 2030 erreicht werden.

Tabelle A

Die Szenarien im Überblick

Szenario	Instrumente		Erreichen der Ziele im jeweiligen Szenario		
	CO ₂ -Steuer (in € je Tonne CO ₂)	Sonstiges	„Fit für 55“-Emissionen -18 %	Anteil der sauberen Energie +12,5 %	Energieverbrauch -11,9 %
CO ₂ -Steuer gemäß IEA	140		✗	✗	✗
CO ₂ -Steuer gemäß „Fit für 55“	225		✓	✗	✗
Maßnahmenmix gemäß „Fit für 55“	180	Totale Faktorproduktivität im Bereich saubere Energie: +1 % Höhere Substitutionselastizität zwischen Energie und anderen Produktionsfaktoren (0,8) sowie zwischen schmutziger und sauberer Energie (3)	✓	✓	✓

Quelle: EZB.

Anmerkung: Mit dem Paket „Fit für 55“ sollen die Ziele der EU zur Emissionsreduktion und andere Zielvorgaben durch die CO₂-Bepreisung und -Regulierung erreicht werden. Die Ziele im Rahmen von „Fit für 55“ beziehen sich auf die Treibhausgasemissionen des Euroraums, den Anteil von sauberer gegenüber schmutziger Energie und den Energieverbrauch gegenüber den aktuellen EU-Niveaus. Emissionsverringerungen werden mit den Projektionen der Euro-Länder verglichen, die auf den bestehenden Maßnahmen basieren (siehe Abbildung B).

CO₂-Steuern verringern die Nachfrage nach schmutziger Energie und veranlassen Unternehmen dazu, die gesamtwirtschaftliche Energieerzeugung durch kostengünstigere saubere Energie zu ersetzen. Der höhere Preis für schmutzige Energie nach Steuern führt in Verbindung mit der Verteuerung sauberer Energie, die auf die gestiegene Nachfrage zurückzuführen ist, zu einem Anstieg des

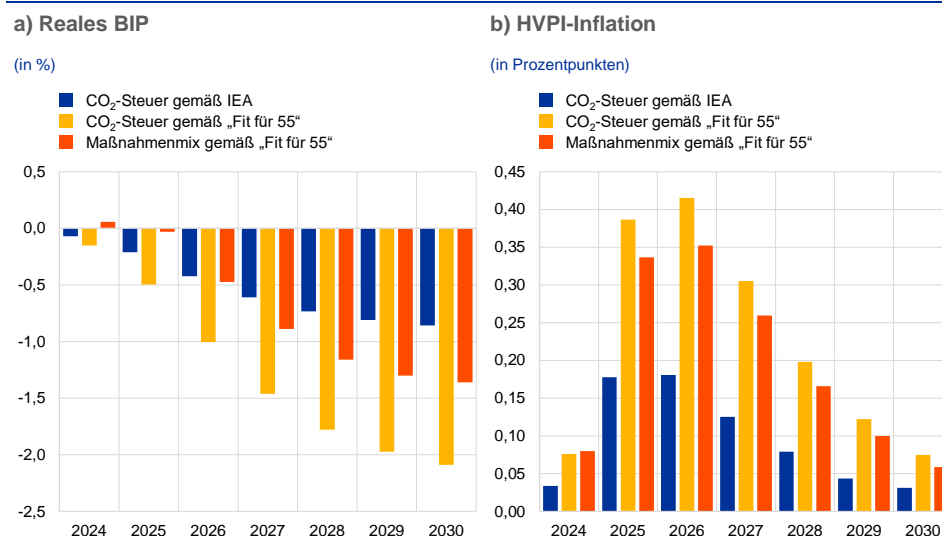
⁷ Exogene TFP-Näherungswerte für autonome Verbesserungen der Energieeffizienz, die häufig in berechenbaren allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (CGE-Modellen) Verwendung finden und implizieren, dass der Einsatz sauberer Energie je Produktionseinheit im Zeitverlauf abnimmt (siehe beispielsweise M. Webster, S. Paltsev und J. Reilly, [Autonomous efficiency improvement or income elasticity of energy demand: Does it matter?](#), Energy Economics, Bd. 30(6), 2008, S. 2785-2798). Im vorliegenden Kasten wird der Anstieg der TFP analog zum historischen Produktivitätswachstum auf 1 % kalibriert. Höhere Substitutionselastizitäten lassen sich anhand eines Modells mit zielgerichtetem technischem Wandel erklären (siehe beispielsweise J. Hassler, P. Krusell und C. Olovsson, [Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity](#), Journal of Political Economy, Bd. 129(11), 2021, S. 3039-3072). Wird die Elastizität zwischen Energie und anderen Produktionsfaktoren auf 0,8 und jene zwischen sauberer und schmutziger Energie auf 3 erhöht, so kann der Energieverbrauch dadurch weiter sinken und die saubere Energieerzeugung zunehmen. Der höhere Wert der Substitutionselastizität zwischen den Energiearten entspricht der oberen Bandbreite der empirischen Schätzungen in der Literatur (siehe C. Papageorgiou, M. Saam und P. Schulte, [Substitution between Clean and Dirty Energy Inputs: A Macroeconomic Perspective](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 99(2), 2017, S. 281-290).

aggregierten Energiepreises. Höhere Energiepreise schlagen auf den Preis der Konsumbündel der privaten Haushalte und auf die Grenzkosten der Unternehmen durch, wodurch die Gesamtinflation steigt. In realer Rechnung ergeben sich für die privaten Haushalte und Unternehmen Einbußen bei der Ertragskraft bzw. beim realen Einkommen (jeweils aktuell und erwartet). Dadurch gehen Investitionen und Konsum und somit auch das BIP zurück. Als Nebeneffekt der Erzeugung von schmutziger Energie sinkt der CO₂-Ausstoß, während die Wirtschaft eine grüne Transition erlebt, da die Unternehmen einen höheren Anteil an sauberer Energie nutzen, aber insgesamt weniger Energie für die Produktion verbrauchen.

Je nach Szenario ist die HVPI-Inflation in den Jahren 2025 und 2026 um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte höher als der Benchmark-Wert, der zusätzliche Maßnahmen unberücksichtigt lässt, während das reale BIP niedriger ausfällt (siehe Abbildung C). Die Ergebnisse hängen vom jeweiligen Szenario ab: Wird allein der Weg über die CO₂-Steuer betrachtet, so werden die Auswirkungen auf BIP und Inflation vom CO₂-Steuersatz und vom Substitutionsgrad der verschiedenen Energieformen bestimmt. Dementsprechend verstärkt das CO₂-Steuerszenario im Rahmen des „Fit für 55“-Pakets die Effekte im Vergleich zum Szenario der CO₂-Steuer gemäß IEA. Beim Maßnahmenmix gemäß „Fit für 55“ verbessert ein TFP-Anstieg im Bereich der emissionsfreien Energieerzeugung die Effizienz der sauberen Energie, sodass pro Einheit sauberer Energie mehr Energie erzeugt werden kann. Höhere Substitutionselastizitäten zwischen sauberer und schmutziger Energie verstärken dann die Substitution der verschiedenen Energieformen. Zusammengekommen führen diese Elemente zu einer Verringerung des CO₂-Ausstoßes, einem Anstieg des Anteils an sauberer Energie und einem Rückgang des gesamten Energieverbrauchs, während die CO₂-Steuer auf einem niedrigeren Endniveau bleibt. Insgesamt werden die negativen Folgen für das BIP und die Inflation vor allem auf mittlere Sicht abgemildert, da das BIP infolge des expansiven Effekts der höheren TFP leicht zunimmt.

Abbildung C

Auswirkungen von Transitionsszenarien auf das reale BIP und die Inflation



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dynamische Reaktionen auf der Grundlage von NAWM-E-Simulationen bezogen auf einen Benchmark-Wert, der die bestehenden Maßnahmen berücksichtigt. Die Simulationen beginnen im Jahr 2024 und berücksichtigen eine endogene Geldpolitik.

Die NAWM-E-Simulationen deuten darauf hin, dass die Mischung von Transitionsmaßnahmen wichtig ist, um zu bestimmen, inwieweit das Wachstum sinkt und die Inflation steigt.

Eine Einschränkung der modellbasierten Analyse besteht darin, dass die regulatorischen Elemente des „Fit für 55“-Pakets nicht explizit abgebildet werden. Das bedeutet, dass die Ziele der EU zur Emissionsreduktion in der Praxis durch alternative Maßnahmenkombinationen, die ganz unterschiedliche Effekte auf Wachstum und Inflation haben, erreicht werden können. Auch werden in der Analyse nicht explizit grüne Investitionen modelliert, wodurch entsprechende zeitliche Verzögerungen bei der Umsetzung und der Finanzierungsbedarf außer Acht bleiben. Zudem können andere Modellierungsoptionen, wie etwa die Art der Verteilung von CO₂-Einnahmen oder der Umsetzung steuerpolitischer Maßnahmen (z. B. vorgezogene, nach hinten verschobene oder gestaffelte Einführung), die Ergebnisse beeinflussen.⁸ Die hier herangezogenen Szenarien haben daher nur indikativen Charakter. Darüber hinaus ist es möglich, andere Szenarien, die andere Instrumente verwenden, zu definieren. Diese Szenarien würden zwar in Bezug auf die Senkung von Emissionen dieselben Ziele erreichen, hätten aber wohl unterschiedliche makroökonomische Auswirkungen.

⁸ Weitere Einzelheiten zur Umsetzung der CO₂-Steuer finden sich in: G. Coenen, M. Lozej und R. Priftis, a. a. O.

5 Vulnerabilität der in die SAFE-Umfrage einbezogenen Unternehmen

Carmela Attolini, Annalisa Ferrando und Judit Rariga

Im vorliegenden Kasten wird die Vulnerabilität von Unternehmen anhand der Einzelantworten aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln (SAFE) untersucht. Ein Unternehmen gilt als vulnerabel, wenn es für die letzten sechs Monate einen niedrigeren Umsatz und Gewinn und zugleich gestiegene Zinsaufwendungen sowie eine höhere oder unveränderte Verschuldung (gemessen an der Bilanzsumme) gemeldet hat.¹ Das Vulnerabilitätskonzept ist insbesondere bei der Beurteilung der Implikationen für die geldpolitische Transmission von Bedeutung, da es deutliche Hinweise auf die finanzielle Solidität von Unternehmen liefert.

Der Anteil finanziell vulnerabler Unternehmen in der SAFE-Stichprobe entwickelt sich weitgehend im Gleichlauf mit den Insolvenzverfahren und ist zuletzt gestiegen (siehe Abbildung A). Seit der zweiten Jahreshälfte 2022 hat sich die Anzahl der Insolvenzverfahren im Euroraum erhöht. Im zweiten und dritten Quartal 2023 übertraf der Index der Insolvenzverfahren sein Vorpandemieniveau und erreichte den höchsten Stand seit seiner Einführung im Jahr 2015.² Das Insolvenzverfahren ist ein gerichtliches Verfahren und wird erst eingeleitet, wenn die Zahlungsunfähigkeit eines Unternehmens festgestellt wurde. Die Daten stellen daher lediglich die Spitze des Eisbergs dar und erfassen nicht alle Unternehmen, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden. Inwieweit und wie schnell die finanzielle Schieflage eines Unternehmens in ein Insolvenzverfahren mündet, hängt nicht zuletzt vom Rechtsrahmen des jeweiligen Landes ab.

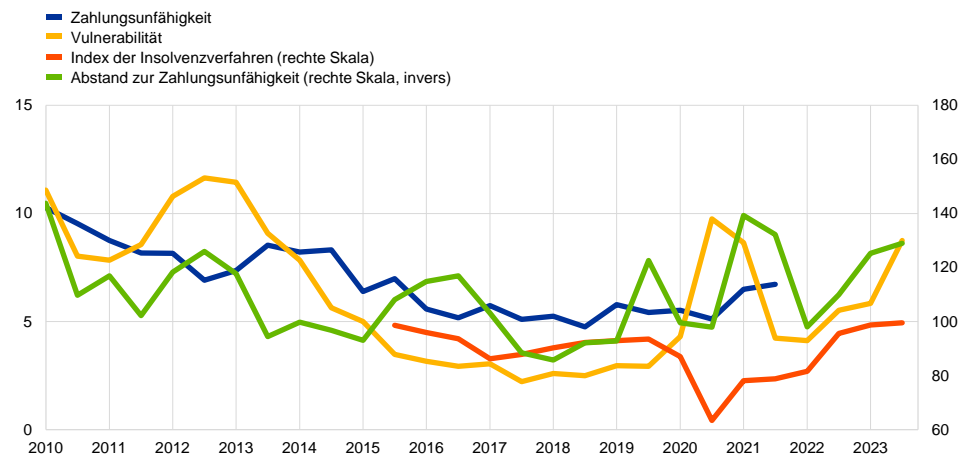
¹ Der aggregierte SAFE-Indikator der finanziellen Vulnerabilität entspricht dem umfragegewichteten Anteil vulnerabler Unternehmen in der Stichprobe. Durch die Gewichtung wird sichergestellt, dass die Ergebnisse in den einzelnen Größenkategorien, Wirtschaftszweigen und Ländern repräsentativ sind.

² Der Index der Insolvenzanträge basiert auf der absoluten Anzahl der Insolvenzverfahren, die von den EU-Mitgliedstaaten an Eurostat gemeldet wurden (bis zum vierten Quartal 2020 freiwillig und seit dem ersten Quartal 2021 obligatorisch). Das Basisjahr des Index ist 2015.

Abbildung A

Entwicklung von Insolvenzverfahren, Zahlungsunfähigkeit und Vulnerabilität

(linke Skala: in %; rechte Skala: 2015 = 100)



Quellen: EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage), Eurostat, BvD Orbis, LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Als vulnerabel gelten Unternehmen, die einen niedrigeren Umsatz und Gewinn und zugleich gestiegene Zinsaufwendungen sowie eine höhere oder unveränderte Verschuldung (gemessen an der Bilanzsumme) melden. Der Abstand zur Zahlungsunfähigkeit ergibt sich aus dem Kehrwert der Volatilität der Eigenkapitalrendite eines Unternehmens, wobei eine Stichprobe großer, im Euroraum börsennotierter Unternehmen als Basis dient. Je niedriger der Wert, desto näher an der Zahlungsunfähigkeit befindet sich das Unternehmen, sodass mit künftigen Zahlungsausfällen zu rechnen ist. Abgebildet ist ein Index für den inversen „Abstand zur Zahlungsunfähigkeit“ (2015 = 100). Die Anzahl der Insolvenzverfahren ist als Index dargestellt (2015 = 100). Der Indikator der Zahlungsunfähigkeit entspricht dem prozentualen Anteil der Unternehmen der SAFE-Stichprobe, die negative Gewinne verzeichnen und nicht in der Lage sind, Verluste mit Eigenkapital auszugleichen. Die Abbildung basiert auf halbjährlichen Daten, was der Häufigkeit der SAFE-Umfragen entspricht.

Im zweiten und dritten Quartal 2023 stieg der Anteil vulnerabler Unternehmen in der SAFE-Stichprobe auf 9 %, verglichen mit 6 % in der vorangegangenen Umfragewelle. Historisch betrachtet hat sich der SAFE-Indikator der finanziellen Vulnerabilität nicht nur weitgehend im Einklang mit den Insolvenzverfahren, sondern auch mit zwei weiteren Indikatoren der Zahlungsunfähigkeit entwickelt: a) einer auf Unternehmensbilanzdaten basierenden Solvenz Kennziffer³, die den Anteil der Unternehmen angibt, die ihre Verluste nicht mit Eigenkapital ausgleichen können, und b) einer marktbasierenden Kennziffer für den Abstand zur Zahlungsunfähigkeit⁴. Nach der Staatsschuldenkrise setzte ab 2012 eine Verbesserung sämtlicher Indikatoren ein. Mit dem Beginn der Corona-Pandemie im Jahr 2020 stiegen sowohl der SAFE-Indikator der finanziellen Vulnerabilität als auch die beiden Indikatoren der Zahlungsunfähigkeit, da sich die Finanzlage der Unternehmen verschlechterte. Allerdings wurden die Unternehmen durch die gewährten staatlichen Garantien vor Insolvenzverfahren bewahrt (in der Literatur wird dies als „Bankruptcy Gap“ bezeichnet).⁵ Seit Kurzem weist auch der Indikator des Abstands zur

³ Der Indikator der Zahlungsunfähigkeit weist den Prozentsatz der Unternehmen in der SAFE-Stichprobe aus, die negative Gewinne verzeichnen und nicht in der Lage sind, ihre Verluste mit Eigenkapital auszugleichen; siehe T. Lalinski und R. Pal, [Efficiency and effectiveness of the COVID-19 government support: Evidence from firm-level data](#), Working Paper der Europäischen Investitionsbank 2021/06. Da die Bilanzdaten mit einer gewissen Verzögerung veröffentlicht werden, bieten lediglich die Daten bis einschließlich 2021 eine vollständige Abdeckung aller Unternehmen.

⁴ Der Abstand zur Zahlungsunfähigkeit ergibt sich aus dem Kehrwert der Volatilität der Eigenkapitalrendite eines Unternehmens, wobei eine Stichprobe großer, im Euroraum börsennotierter Unternehmen als Basis dient. Siehe hierzu auch M. Ampudia, F. Busetto und F. Fornari, [Chronicle of a death foretold: does higher volatility anticipate corporate default?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2749, 2022.

⁵ Siehe R. Banerjee, J. Noss und J. M. Vidal Pastor, [Liquidity to solvency: transition cancelled or postponed?](#), BIS Bulletin, Nr. 40, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2021.

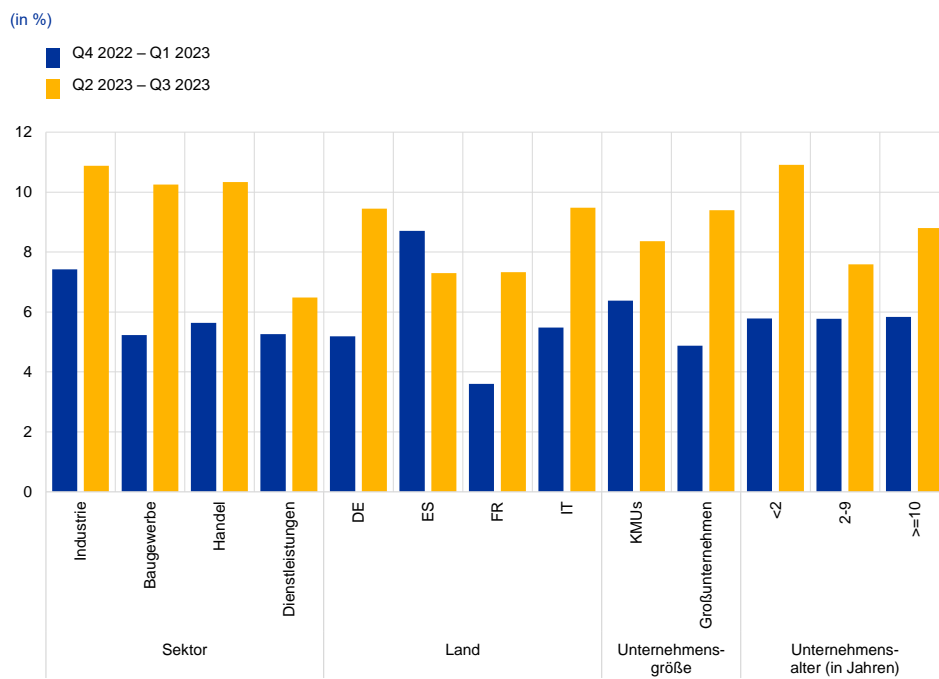
Zahlungsunfähigkeit auf eine zunehmende finanzielle Schieflage bei den Unternehmen hin, wobei er den anderen beiden Indikatoren hinterherläuft.

Der im zweiten und dritten Quartal 2023 beobachtete Anstieg des Anteils vulnerabler Unternehmen in der SAFE-Stichprobe konzentrierte sich hauptsächlich auf die Industrie, das Baugewerbe und den Handel und betraf eher Großunternehmen als kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) (siehe Abbildung B). Dabei zeigen sich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren und Ländern, aber auch in Bezug auf Merkmale wie Größe und Alter des Unternehmens. Gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde ist der Anteil vulnerabler Unternehmen in allen Wirtschaftszweigen gestiegen, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Im zweiten und dritten Quartal 2023 blieb er im Dienstleistungssektor relativ gering (6 %), während er in der Industrie (11 %), im Baugewerbe (10 %) und im Handel (10 %) etwas höher ausfiel. Unter den vier größten Ländern des Euroraums weisen Italien und Deutschland mit jeweils 9 % den höchsten Anteil vulnerabler Unternehmen auf. Dieser Anteil ist in beiden Ländern zuletzt stark gestiegen, was die relativ hohe Zahl an Industriefirmen widerspiegelt. Im Vergleich zur vorherigen Umfragerunde hat sich der Anteil vulnerabler Unternehmen bei den großen Großunternehmen deutlicher erhöht als bei den KMUs, obwohl deren finanzielle Lage traditionell instabiler ist.⁶ Ferner hat die Vulnerabilität unter jungen Unternehmen zuletzt stärker zugenommen als unter älteren.

⁶ Grundsätzlich gelten KMUs als finanziell instabiler, da ihre Geschäftstätigkeit weniger diversifiziert und flexibel ist und sie aufgrund ihrer geringeren Kapitalintensität stärker auf Außenfinanzierung angewiesen sind. Siehe hierzu G. Udell, [SME Access to Finance and the Global Financial Crisis](#), *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, Bd. 8, Nr. 1, 2040003, 2020.

Abbildung B

Unterschiede bei der Unternehmensvulnerabilität in der SAFE-Stichprobe



Quellen: EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage) und EZB-Berechnungen.

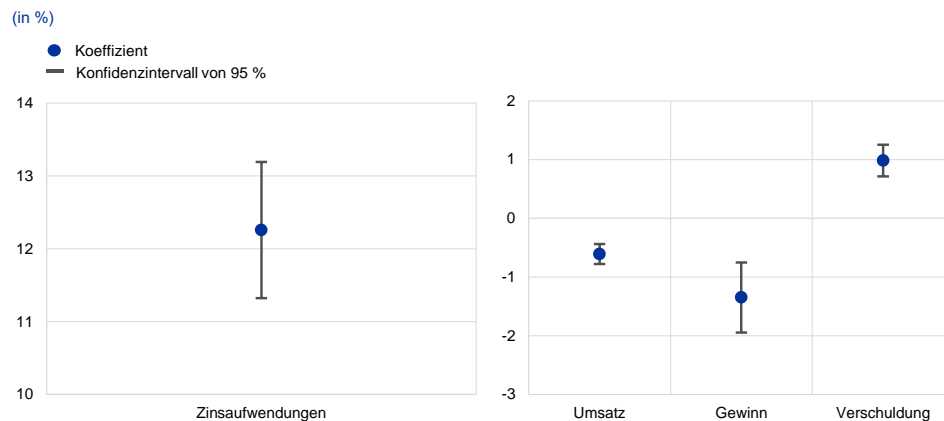
Anmerkung: Die Balken zeigen den Anteil vulnerabler Unternehmen nach Sektoren, Ländern, Unternehmensgröße und Unternehmensalter für die letzten beiden SAFE-Umfragen (Q4 2022-Q1 2023 und Q2 2023-Q3 2023).

Steigende Zinsaufwendungen sind ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen vulnerabel wird (siehe Abbildung C).

Anhand von Regressionen in reduzierter Form wurde untersucht, welche Bilanzmerkmale für den Eintritt einer Unternehmensvulnerabilität am relevantesten sind. Die Analyse zeigt, dass bei den Unternehmen der SAFE-Stichprobe mit Bilanzinformationen für den Zeitraum 2010-2021 die Wahrscheinlichkeit, vulnerabel zu werden, um durchschnittlich 12 % zunimmt, wenn der Anteil der Zinsaufwendungen am Gewinn um einen Prozentpunkt steigt. Veränderungen bei Verschuldung, Umsatz oder Gewinn wirken sich hingegen weitaus geringer auf die Wahrscheinlichkeit eines Vulnerabilitätseintritts aus. Dies deutet darauf hin, dass die für die Bekämpfung der hohen Inflation unerlässlichen Zinserhöhungen Auswirkungen auf Unternehmen haben und somit auch die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen könnten. In der Tat investieren vulnerable Unternehmen, wie nachstehend erläutert, weniger als nicht vulnerable Unternehmen.

Abbildung C

Vulnerabilität der Unternehmen in der SAFE-Stichprobe und ihre Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage), BvD Orbis und EZB-Berechnungen.

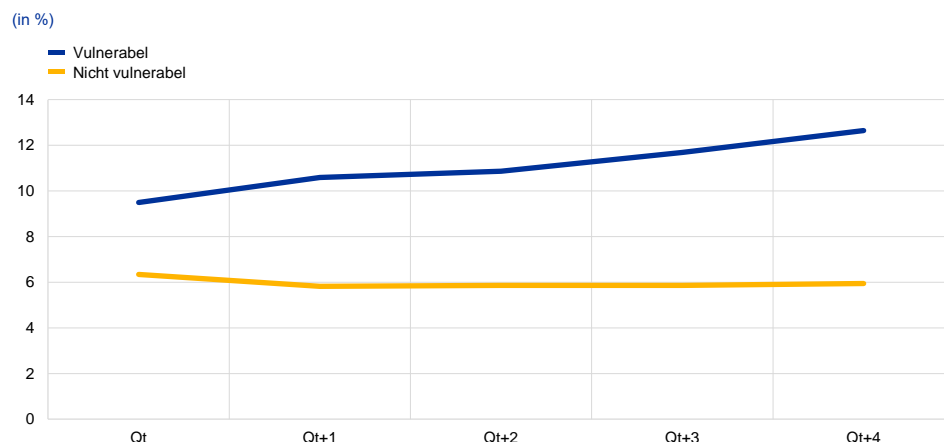
Anmerkung: In der Abbildung werden die Regressionskoeffizienten für durchschnittliche marginale Effekte dargestellt. Gezeigt werden die Auswirkungen von Umsatz, Gewinn, Zinsaufwendungen und Verschuldung auf die Wahrscheinlichkeit eines Unternehmens, vulnerabel zu werden. Die Zinsaufwendungen entsprechen dem Gesamtzinsaufwand im Verhältnis zum Gewinn vor Steuern, der Gewinn dem Reingewinn im Verhältnis zum Umsatz; der Umsatz ist definiert als Umsatz im Verhältnis zur Bilanzsumme und die Verschuldung als Gesamtverschuldung im Verhältnis zur Bilanzsumme. Die Regressionen berücksichtigen fixe Effekte für Land, Zeit, Unternehmensgröße und Sektor. Die Antennen zeigen die Konfidenzintervalle von 95 %. Die Stichprobe umfasst die im Rahmen der SAFE-Umfrage befragten Unternehmen mit Jahresabschlüssen für den Zeitraum 2010-2021.

Die vulnerablen Unternehmen in der SAFE-Stichprobe weisen mit höherer Wahrscheinlichkeit notleidende Kredite auf als nicht vulnerable Unternehmen

(siehe Abbildung D). Bei Betrachtung der letzten Umfragerunden ist festzustellen, dass durchschnittlich etwa 10 % der vulnerablen Unternehmen in der SAFE-Stichprobe bereits in dem Quartal, in dem sie befragt wurden und als vulnerabel galten, über notleidende Kredite verfügten. Verfolgt man die Entwicklung vulnerabler Unternehmen nach Feststellung ihrer Vulnerabilität weiter, so zeigt sich, dass der Anteil vulnerabler Unternehmen mit notleidenden Krediten zunimmt und vier Quartale nach der Feststellung durchschnittlich bis zu 13 % beträgt. Im Gegensatz dazu verfügten lediglich rund 6 % der nicht vulnerablen Unternehmen in den letzten Umfragerunden über notleidende Kredite, und dieser Anteil ist in den Quartalen nach der Umfrage unverändert geblieben. Diese Erkenntnisse bestätigen, dass Vulnerabilität die Schuldendienstfähigkeit von Unternehmen in erheblichem Maße beeinträchtigt.

Abbildung D

Anteil vulnerabler und nicht vulnerabler Unternehmen mit notleidenden Krediten



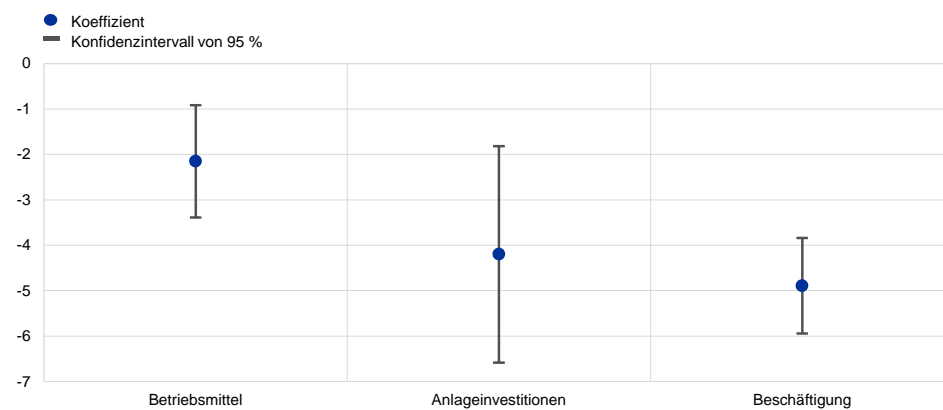
Quellen: EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage), AnaCredit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil vulnerabler und nicht vulnerabler Unternehmen mit notleidenden Krediten gemäß Angaben in AnaCredit (Kreditregister für den Euroraum) in den Umfragerunden 20 (Oktober 2018-März 2019) bis 27 (April 2022-September 2022). Bei Qt ist der durchschnittliche Anteil von Unternehmen mit notleidenden Krediten für das letzte Quartal der jeweiligen Umfragerunde für vulnerable und nicht vulnerable Unternehmen in der SAFE-Stichprobe dargestellt. Die Entwicklung dieser Unternehmen wurde anschließend über die vier Quartale nach der ursprünglichen Umfragerunde (Qt+1 bis Qt+4) weiterverfolgt.

Die Bilanzdaten der Unternehmen in der SAFE-Stichprobe bestätigen, dass sich Vulnerabilität auf die künftigen Investitions- und Beschäftigungsentscheidungen von Unternehmen auswirkt (siehe Abbildung E). Anhand einfacher Regressionen, welche die Fundamentaldaten der Unternehmen und eine Reihe struktureller fixer Effekte als Kontrollvariablen berücksichtigen, lässt sich für die Unternehmen der SAFE-Stichprobe, zu denen Bilanzinformationen für den Zeitraum 2010-2021 vorliegen, aufzeigen, dass Vulnerabilität gemäß dem SAFE-Indikator mit einem geringeren Bestand an Betriebsmitteln einhergeht. Dies bestätigt die kurzfristige Schiefelage vulnerabler Unternehmen. Des Weiteren ist Vulnerabilität mit niedrigeren Anlageinvestitionen und einer geringeren Beschäftigung in der Zukunft verbunden. Verglichen mit nicht vulnerablen Unternehmen weisen vulnerable Unternehmen im Durchschnitt eine um vier Prozentpunkte geringere Investitionsquote und ein um fünf Prozentpunkte geringeres Beschäftigungswachstum auf. Es besteht also ein Zusammenhang zwischen den von Unternehmen wahrgenommenen Veränderungen ihrer eigenen Vulnerabilität und bestimmten realwirtschaftlichen Ergebnissen.

Abbildung E

Vulnerabilität der Unternehmen in der SAFE-Stichprobe und Ergebnisse der Unternehmen

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage), BvD Orbis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Regressionen zeigen die Auswirkungen von Unternehmensvulnerabilität im Zeitraum t auf Betriebsmittel, Anlageinvestitionen und Beschäftigung im Zeitraum t+1. Betriebsmittel sind definiert als Differenz zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigen Verbindlichkeiten im Verhältnis zur Bilanzsumme; Anlageinvestitionen sind definiert als Veränderung des Anlagevermögens im Verhältnis zum gesamten Anlagevermögen; Beschäftigung ist definiert als Veränderung der Beschäftigtenzahl im Verhältnis zur Gesamtzahl der Beschäftigten. Die Regressionen umfassen unternehmensbezogene Kontrollvariablen (Gewinn im Verhältnis zur Bilanzsumme und langfristige Kredite im Verhältnis zur Gesamtverschuldung) und berücksichtigen fixe Effekte für Land, Umfragewelle, Sektor und Unternehmensgröße. Die Antennen zeigen die Konfidenzintervalle von 95 %. Die Stichprobe umfasst die im Rahmen der SAFE-Umfrage befragten Unternehmen mit Jahresabschlüssen für den Zeitraum 2010-2021.

6 Fehlerhafte geldpolitische Erwartungen während des jüngsten Straffungszyklus – Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten

Yıldız Akkaya Blake, Lea Bitter, Claus Brand und Diogo Sá

In der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) teilen die Befragten ihre Erwartungen zu den künftigen geldpolitischen Maßnahmen der EZB mit. Auf Basis dieser Informationen sind Aussagen zur Ursache der Erwartungsfehler während des jüngsten Straffungszyklus möglich. Als Reaktion auf den ungewöhnlich starken Inflationsschub hat der EZB-Rat seit Juli 2022 die Leitzinsen um 450 Basispunkte angehoben. Diese hatten sich über längere Zeit in der Nähe der effektiven Untergrenze bewegt. Daher herrschte an den Finanzmärkten und unter Analysten die Erwartung, dass der Zinsanstieg deutlich flacher verlaufen würde, als es letztlich der Fall war. Entsprechend hoch waren die Erwartungsfehler bezüglich der geldpolitischen Entwicklung. Erst seit Kurzem verringern sie sich wieder. Mithilfe der SMA-Umfragedaten lässt sich feststellen, ob diese Fehler auf eine falsche Wahrnehmung der Reaktionsfunktion der EZB oder auf Fehleinschätzungen zum gesamtwirtschaftlichen Umfeld zurückzuführen sind.¹

Finanzmarktteilnehmer und Analysten haben seit dem Frühjahr 2022 relativ genau vorhergesagt, welche Zinsbeschlüsse der EZB-Rat auf der unmittelbar bevorstehenden Sitzung fassen würde. Lagen vor der abgefragten Sitzung jedoch noch zwei weitere Sitzungstermine, waren erhebliche Erwartungsfehler zu beobachten. Mithilfe der Einzeldaten aus der SMA-Umfrage lassen sich die Ex-post-Überschussrenditen, die der Differenz zwischen der Terminkurve des Tagesgeld-Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) und der tatsächlichen Entwicklung des Zinssatzes für die Einlagefazilität entsprechen, in zwei Komponenten zerlegen:² a) Risikoprämien, näherungsweise bestimmt als Differenz zwischen der €STR-Terminkurve und den Umfrageerwartungen zum Einlagesatz, und b) Erwartungsfehler, d. h. die Differenz zwischen der Umfrageerwartung zum Einlagesatz und dem tatsächlichen Einlagesatz.³ Bei dieser Zerlegung (siehe Abbildung A) zeigt sich für den Beobachtungszeitraum, dass das Tempo des Straffungszyklus sowohl von den Finanzmarktteilnehmern als auch den befragten Analysten unterschätzt wurde. Auf sehr kurze Sicht (eine Ratssitzung im Voraus) deckten sich die geldpolitischen Erwartungen zumeist genau mit den Zinsbeschlüssen. In der längeren Frist (drei Ratssitzungen im Voraus) waren die

¹ Weitere Einzelheiten zur SMA-Umfrage finden sich bei C. Brand und J. Hutchinson, [Eine Einführung in die Umfrage unter geldpolitischen Analysten durch die EZB](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2021.

² Die €STR-Terminkurve wird angepasst, indem ihr die einzelnen Erwartungen der Umfrageteilnehmer hinsichtlich der Differenz zwischen Einlagesatz und €STR hinzugefügt werden.

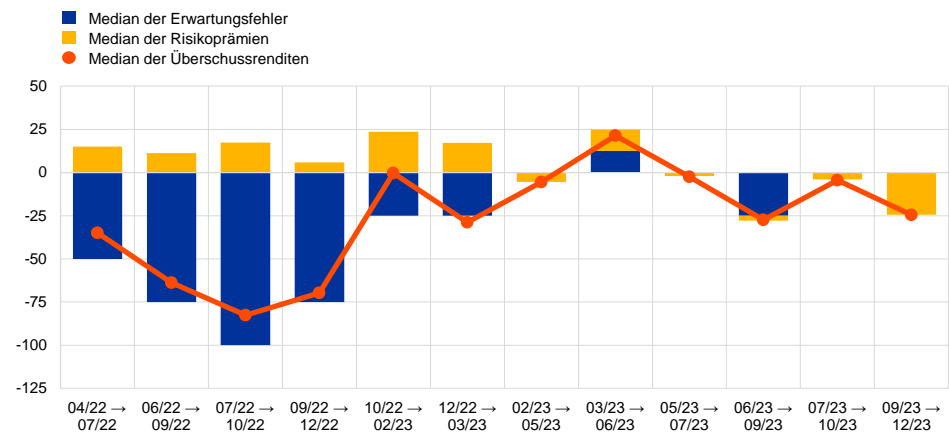
³ Vergleichbare Zerlegungen von Überschussrenditen finden sich bei M. Schmeling, A. Schrimpf und S. A. M. Steffensen, [Monetary policy expectation errors](#), Journal of Financial Economics, Bd. 146, Nr. 3, 2022, S. 841-858; A. Cieslak, [Short-Rate Expectations and Unexpected Returns in Treasury Bonds](#), The Review of Financial Studies, Bd. 31, Nr. 9, 2018, S. 3265-3306.

geldpolitischen Erwartungen deutlich fehlerhafter. So unterschätzten die Umfrageteilnehmer den Verlauf der Leitzinsen im Jahr 2022 durchweg um bis zu 1 Prozentpunkt.

Abbildung A

SMA-basierte Erwartungsfehler und Risikoprämien drei Ratssitzungen im Voraus

(in Basispunkten)



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

Anmerkung: Mithilfe der Umfrageerwartungen erfolgt eine Zerlegung der Ex-post-Überschussrenditen XR (gemessen als Differenz zwischen dem €STR-Terminsatz Fwd und dem tatsächlichen Einlagesatz DFR) in die Komponenten a) Risikoprämie RP (näherungsweise bestimmt als Differenz zwischen dem €STR-Terminsatz und der Umfrageerwartung zum Einlagesatz) und b) Erwartungsfehler EE (Differenz zwischen der Umfrageerwartung zum Einlagesatz und dem tatsächlichen Einlagesatz):

$$XR_t = Fwd_{t-3,t} - DFR_t = \underbrace{(Fwd_{t-3,t} - DFR_{t-3,t}^{SMA})}_{RP_t} + \underbrace{(DFR_{t-3,t}^{SMA} - DFR_t)}_{EE_t}$$

Dabei bedeutet „drei Ratssitzungen im Voraus“, dass beispielsweise am Umfragestichtag unmittelbar vor der EZB-Ratssitzung im Juli 2022 die Erwartungen zu den auf der Oktober-Sitzung zu fassenden geldpolitischen Beschlüssen betrachtet werden. Untersucht wurde der Zeitraum von April 2022 bis Dezember 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2023.

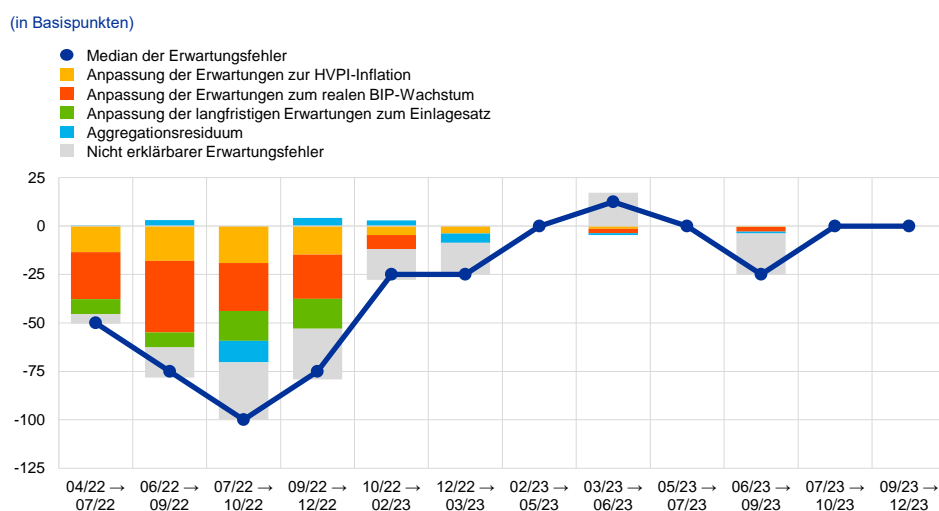
Die Fehlerträchtigkeit der geldpolitischen Erwartungen wurde maßgeblich durch das unsichere makroökonomische Umfeld bestimmt. Dieses schlug sich wiederum in umfangreichen Anpassungen der Erwartungen zur Inflation und gesamtwirtschaftlichen Produktion nieder.⁴ Ökonometrisch lässt sich belegen,

dass die Unterschätzung des Leitzinsanstiegs drei Ratssitzungen im Voraus zu einem erheblichen Teil auf revidierte Erwartungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zurückzuführen ist (siehe Abbildung B). So sind die Anpassungen der gesamtwirtschaftlichen Erwartungen (gemessen anhand von Revisionen der Erwartungen der Umfrageteilnehmer zur Jahresänderungsrate der HVPI-Inflation in vier Quartalen und zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP in vier Quartalen) sehr eng mit den Fehlern der geldpolitischen Erwartungen verknüpft. In ähnlicher Weise bieten die Aufwärtsrevisionen der langfristigen Erwartungen zum Einlagesatz eine Erklärung für die Erwartungsfehler. Somit geht die Unterschätzung der geldpolitischen Straffung damit einher, dass die Analysten immer wieder ihre Inflationserwartungen nach oben und ihre Erwartungen zum realen BIP-Wachstum nach unten angepasst haben. Darin spiegelt sich ein von angebotsseitigen Schocks geprägtes wirtschaftliches Umfeld wider, in dem sich Inflation und Produktion gegenläufig entwickeln. Aufgrund des episodischen Charakters des kurzen Untersuchungszeitraums können derartige Korrelationsmuster nicht als eine

⁴ Eine ähnliche Analyse findet sich mit kalibrierten Koeffizienten bei M. Bernardini und A. Lin, [Out of the ELB: expected ECB policy rates and the Taylor Rule](#), Occasional Papers der Banca d'Italia, Nr. 815, 2023.

empfundene strukturelle geldpolitische Reaktionsfunktion interpretiert werden. Dennoch deuten sie darauf hin, dass die Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Erwartungen einen wesentlichen Anteil der Fehler in den geldpolitischen Erwartungen erklärt.

Abbildung B
 Zerlegung der fehlerhaften Erwartungen drei Ratssitzungen im Voraus



Quellen: SMA-Umfrage der EZB und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Erwartungsfehler werden auf Einzelzebene mithilfe eines gepoolten Regressionsmodells nach der Methode der kleinsten Quadrate (OLS-Regression) zerlegt. Regressoren sind a) die Erwartungen zur HVPI-Inflation in vier Quartalen, b) die Erwartungen zum realen BIP-Wachstum in vier Quartalen und c) die langfristigen Erwartungen zum Einlagesatz. Die Beiträge dieser drei Komponenten werden jeweils durch ihren Median ausgedrückt. Die einzelnen aggregierten Residuen ergeben sich aus dem Unterschied zwischen den in der Regression vorhergesagten Werten und der Summe der Mediane dieser drei Komponenten. Die nicht erklärbaren Erwartungsfehler sind die Differenz zwischen den beobachteten Erwartungsfehlern und den vorhergesagten Werten. Die Koeffizienten werden anhand der Stichprobe der einzelnen Erwartungen geschätzt, die von April 2022 bis September 2023 erhoben wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2023.

Die vorliegende Analyse lässt den Schluss zu, dass die SMA-Umfrageteilnehmer ihre geldpolitischen Erwartungen auf Basis der Wahrnehmung einer konsistenten geldpolitischen Reaktion auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung gebildet haben. Seit Beginn der Leitzins-erhöhungen waren sowohl die Überschussrenditen als auch die Erwartungsfehler hinsichtlich des Anstiegs des Einlagesatzes überwiegend negativ, denn Tempo und Umfang der Zinsanhebungen wurden von den Finanzmärkten und Analysten unterschätzt. Die Zunahme der Erwartungsfehler ergab sich zumeist aus einer Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Erwartungen. Dies impliziert, dass die Analysten die geldpolitische Reaktion der EZB auf die wirtschaftliche Entwicklung als weitgehend konsistent wahrnahmen, die Entwicklung selbst jedoch nur schwer vorherzusagen konnten.

Schätzungen des natürlichen Zinssatzes im Euroraum: eine aktuelle Betrachtung

Klaus Brand, Noëmie Lisack und Falk Mazelis

Der natürliche Zins r^* ist definiert als der reale Zinssatz, der weder expansiv noch kontraktiv wirkt.¹ Im Gefolge der globalen Finanzkrise von 2008 sank der Realzins (gemessen als nominaler Zinssatz abzüglich der erwarteten Inflation) in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, einschließlich des Euroraums, auf ein außergewöhnlich niedriges Niveau. Wieder aufwärts bewegt er sich erst in letzter Zeit im Zuge der geldpolitischen Straffung nach dem postpandemischen Inflationsschub.

Die verfügbaren Schätzungen des natürlichen Zinses r^* lassen sich im Wesentlichen in zwei Kategorien einteilen: langsam veränderliche Gleichgewichtsmessgrößen und zyklische inflationsstabilisierende Messgrößen. Bei ihrer Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2021 maß die EZB Ersteren im Hinblick auf die Beurteilung des Risikos einer Beschränkung der Leitzinsen durch die effektive Zinsuntergrenze die größte Relevanz bei. Langsam veränderliche Messgrößen spiegeln das von strukturellen Faktoren bestimmte langfristige Gleichgewichtsniveau wider, auf das sich der Realzins zubewegt. Über den Konjunkturzyklus hinweg sind langsam veränderliche Messgrößen jedoch keine guten Indikatoren des natürlichen kurzfristigen Realzinssatzes, bei dem sowohl Inflations- als auch Deflationsdruck ausgeschaltet werden. Um die Entwicklung des natürlichen Zinses über den Konjunkturzyklus hinweg erfassen zu können, bedarf es eines modellbasierten Ansatzes, bei dem sichergestellt ist, dass eine Zentralbank, die r^* beobachtet, die Inflation entweder zeitgleich (d. h. bei neukyonesianischen dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (DSGE-Modellen): ohne nominale Friktionen) oder mittelfristig (d. h. bei ökonometrischen Modellen: ohne unvorhergesehene Schocks) stabilisiert.

Rückschlüsse auf Bewegungen von r^* sind mit hoher Unsicherheit behaftet.

Der natürliche Zins ist nicht beobachtbar, und seine Schätzung gestaltet sich aufgrund vielfältiger Herausforderungen bei der Messung und Modellspezifikation schwierig. In der Praxis sind Schätzungen von r^* und deren Interpretation immer modell- und datenabhängig und unterliegen folglich sowohl der Modellunsicherheit als auch der statistischen Unsicherheit. Bei der Beurteilung der Entwicklung von r^* sollten daher immer auch die verwendeten Modelle und die Spezifika der Schätzung berücksichtigt werden. Dazu zählen beispielsweise das zur Messung des

¹ In diesem Kasten werden die Begriffe „natürlicher“ und „neutraler“ Realzins synonym verwendet. Demgegenüber wird bei Obstfeld (2023) zwischen diesen zwei Konzepten unterschieden. Dort wird der natürliche Zinssatz definiert als der langfristige Realzins, der bei einem langfristigen Gleichgewicht ohne Preisrigiditäten vorherrscht, und der neutrale Zinssatz als der reale Leitzins, der sowohl Inflations- als auch Deflationsdruck eliminiert. Die Definitionen überschneiden sich jedoch, denn neutrale Messgrößen, die auf diese Weise definiert werden, folgen dem friktionslosen Realzins und weisen somit auch Merkmale eines natürlichen Zinssatzes auf. Siehe M. Obstfeld, [Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future](#), Working Paper des NBER, Nr. 31949, 2023.

geldpolitischen Kurses herangezogene Instrument, die Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung, das Niveau, bei dem sich die Inflation nach Absorption der Unterauslastung stabilisiert und der Zeithorizont, über den dies geschieht. Mit Blick auf die statistische Validität der Messgrößen ist außerdem relevant, ob auch die Zinsuntergrenze oder die Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen in die Schätzung von r^* einbezogen werden.

Die zyklischen Messgrößen des natürlichen Zinses r^* im Euroraum

unterscheiden sich in ihren inflationsstabilisierenden Eigenschaften. Nicht alle weisen wünschenswerte inflationsstabilisierende Eigenschaften auf. Von den hier betrachteten zyklischen Messgrößen stammen nur wenige aus ökonometrischen oder strukturellen Modellen, die einen Zusammenhang zwischen einem modellspezifischen Maß der wirtschaftlichen Unterauslastung, dem Abstand der Inflation vom Zentralbankziel und der Realzinslücke (d. h. des Abstands der tatsächlichen Realzinsen von r^*) postulieren.² Zudem kann bei den auf ökonometrischen Modellen basierenden Messgrößen der Zeithorizont, über den das Inflationsziel erreicht wird, stark von der Größe und Persistenz von Schocks abhängen. Bei den übrigen Messgrößen – gleich ob zyklisch oder langsam veränderlich, modellabhängig oder umfragebasiert – sind die inflationsstabilisierenden Eigenschaften allerdings noch weniger gut bekannt.

Das postpandemische wirtschaftliche Umfeld könnte einen Anstieg der zyklischen Messgrößen des natürlichen Zinses r^* bewirkt haben, hat aber zugleich dessen Messung erschwert.

Die Pandemie, die Störungen der globalen Lieferketten, die drastischen Energiepreisanstiege und die stärker interventionistische Finanzpolitik bewirkten 2021-2022 einen außergewöhnlich starken Inflationsschub und könnten womöglich auch mit einem vorübergehenden Anstieg der zyklischen Messgrößen von r^* einhergegangen sein. Der Inflationsschub führte anfänglich zu einem Rückgang des realen kurzfristigen Zinssatzes und dadurch zur Entstehung einer großen negativen Realzinslücke. Prinzipiell trug diese Lücke zur konjunkturellen Belebung bei und heizte damit die Inflation weiter an. Darüber hinaus konnten die Produktionskapazitäten nach der Pandemie nicht mit der Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage Schritt halten (da sie unter anderem durch weitere ungünstige Angebotsschocks eingeschränkt wurden). Demzufolge hätte der Realzins entsprechend steigen müssen, um diese Überauslastung zu korrigieren, was auf einen zyklisch höheren r^* hindeutet.³ Sollte sich ein wesentlich höherer r^* manifestieren und über die postpandemische Inflationsphase hinaus fortbestehen, würde dies die Effekte der geldpolitischen Normalisierung und Straffung seit Ende 2021 unterminieren. Allerdings würde die Normalisierung des Angebots in den letzten Jahren, die beispielsweise an der

² Die gängige r^* -Messgröße von Laubach und Williams (2003) stipuliert einen rückwärtsbezogenen Zusammenhang zwischen der Realzinslücke, der wirtschaftlichen Unterauslastung und der Inflation. Der daraus resultierende Schätzwert von r^* stabilisiert die Inflation um eine Random Drift, d. h. nicht unbedingt in der Nähe des Zielwerts der Zentralbank. Siehe T. Laubach und J. C. Williams, [Measuring the Natural Rate of Interest](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 85, Nr. 4, 2003, S. 1063-1070.

³ Die postpandemischen Messgrößen der Unterauslastung liegen bei Berücksichtigung der Auswirkungen von Angebotsschocks auf das Produktionspotenzial über null. Siehe hierzu EZB, [Produktionspotenzial in Zeiten temporärer Angebotsschocks](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2023.

Verbesserung der Lieferzeiten erkennbar ist, in die entgegengesetzte Richtung wirken und den erforderlichen gleichgewichtigen Anstieg von r^* verringern.

Die langsam veränderlichen, an die langfristige Konjunktorentwicklung gekoppelten Messgrößen des natürlichen Zinssatzes r^* dürften sich in letzter Zeit eher nicht erhöht haben. Während die zyklischen Messgrößen von r^* inzwischen möglicherweise aufwärts tendieren, dürften die langsam veränderlichen Messgrößen, die sich über Jahrzehnte hinweg anpassen, eher nicht gestiegen sein, da sich ihre langfristigen wirtschaftlichen Bestimmungsgrößen wie Produktivitätswachstum, Demografie und Risikoaversion nicht grundlegend verändert haben.⁴ Das Produktivitätswachstum ist nach wie vor niedrig, und der demografische Wandel fördert weltweit die Ersparnisbildung, weil von längeren Ruhestandszeiten auszugehen ist. Risikoaversion und ein Mangel an sicheren Vermögenswerten waren wichtige Bestimmungsfaktoren des Rückgangs von r^* im Euroraum nach der globalen Finanzkrise. Es ist jedoch schwierig abzuschätzen, inwieweit sich der Einfluss dieser Faktoren im Laufe der Zeit abgeschwächt haben könnte.

Die Schätzungen zum natürlichen Zinssatz r^* im Euroraum gehen in den verschiedenen Modellen erheblich auseinander. Die Medianschätzung hat sich jedoch verglichen mit dem Niveau von Mitte 2019 (also vor Ausbruch der Pandemie) um rund 30 Basispunkte erhöht (siehe Abbildung A). Nach der weltweiten Finanzkrise scheint r^* auf ein Niveau nahe oder unter null gefallen zu sein.⁵ Die Messung von r^* ist grundsätzlich mit Unsicherheit behaftet. In Abbildung A wird daher Evidenz zusammengetragen, die auf einer Reihe von Modellen und Ansätzen zur Schätzung einiger langsam veränderlicher Messgrößen sowie einer größeren Anzahl zyklischer Messgrößen basiert – darunter Zinsstrukturmodelle, semistrukturale Modelle, ein DSGE-Modell und umfragebasierte Schätzungen.⁶ In jüngster Zeit ist es durch den außergewöhnlichen Pandemieschock schwieriger geworden, modellbasierte Rückschlüsse auf zyklische Messgrößen von r^* zu ziehen. Viele Modelle wurden nicht angepasst und tragen diesem Schock bei der Schätzung von r^* nun nicht Rechnung. In einigen Fällen wird durch Zeitmittelung oder durch Zulassung stochastischer Schwankungen in der Produktionslücke sichergestellt, dass sich die hohe gesamtwirtschaftliche Volatilität, die in der Pandemiephase vorherrschte, nicht mechanisch in großen Schwankungen von r^* niederschlägt. Behält man diese Einschränkungen im Blick, so geht aus den aktualisierten Schätzungen hervor, dass r^* im Euroraum 2021 in den negativen Bereich sank, wenngleich die große Bandbreite der Schätzungen auf eine sehr hohe Modellunsicherheit hindeutet. Anschließend dürfte sich r^* – hauptsächlich aufgrund von Veränderungen der zyklischen Messgrößen – wieder dem Vorpandemieniveau angenähert haben, wenn auch innerhalb einer kleineren Bandbreite um den Wert null herum. Seit der zweiten Jahreshälfte 2023 liegen die Schätzungen auf Basis von

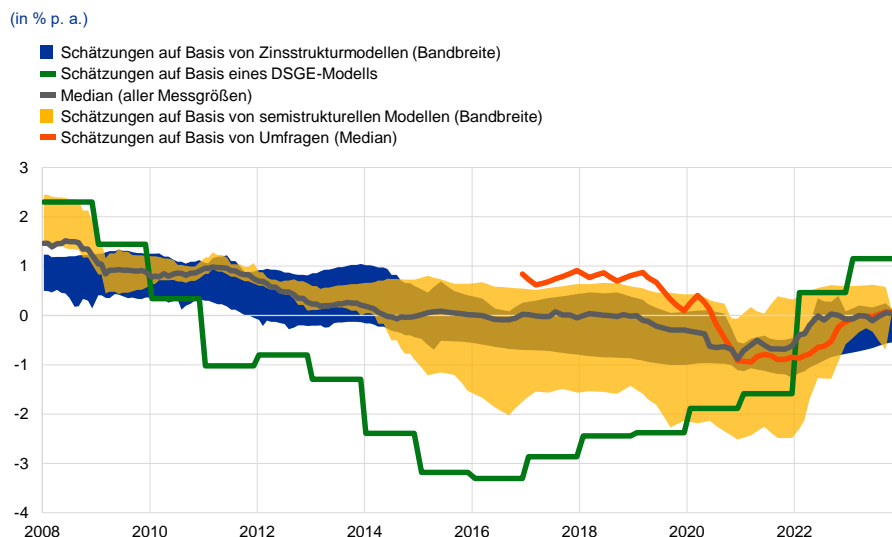
⁴ Cesa-Bianchi, Harrison und Sajedi untersuchen die Entwicklung des weltweiten natürlichen Zinssatzes r^* und ziehen aus ähnlichen Gründen die gleichen Schlüsse. Ihren Schätzungen zufolge lag der globale r^* in letzter Zeit nahe oder unter null. Siehe A. Cesa-Bianchi, R. Harrison und R. Sajedi, [Global \$R^*\$](#) , Staff Working Papers, Nr. 990, Bank of England, 2023.

⁵ Siehe C. Brand, M. Bielecki und A. Penalver (Hrsg.), [The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 217, 2018.

⁶ Bei der Ermittlung der Bandbreite der Schätzungen wurde nur die Modellunsicherheit berücksichtigt, nicht aber die – wesentlich bedeutendere – statistische Unsicherheit.

Zinsstrukturmodellen und semistrukturellen Modellen (d. h. ohne die volatilere Schätzung anhand des DSGE-Modells) bei rund -0,75 bis -0,5 Prozentpunkten.⁷

Abbildung A
Reale natürliche Zinssätze im Euroraum



Quellen: Schätzungen des Eurosystems, EZB-Berechnungen, Federal Reserve Bank of New York und Consensus Economics.
Anmerkung: Bei den umfragebasierten Schätzungen handelt es sich um: 1) die Schätzung auf Basis der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA), berechnet als Median der langfristigen Erwartungen der Befragten hinsichtlich des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB abzüglich der langfristigen Inflationserwartungen (ab dem zweiten Quartal 2021), und 2) die Schätzung auf Basis der Umfrage von Consensus Economics, berechnet als der erwartete dreimonatige Interbankensatz in zehn Jahren abzüglich der langfristigen Inflationserwartungen. Die auf Zinsstrukturmodellen basierenden Schätzungen beruhen auf: F. Geiger und F. Schupp, *With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound*, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 27, 2018; S. Joslin, K. J. Singleton und H. Zhu, *A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models*, Review of Financial Studies, Bd. 24, Ausgabe 3, 2011, S. 926-970; V. Ajevskis, *The natural rate of interest: information derived from a shadow rate model*, Applied Economics, Bd. 52(47), 2020, S. 5129-5138; C. Brand, G. Goy und W. Lemke, *Natural rate chimera and bond pricing reality*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2612, 2021. Die auf semistrukturellen Modellen basierenden Schätzungen beruhen auf: K. Holston, T. Laubach und J. C. Williams, *Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 1063, 2023; C. Brand und F. Mazelis, *Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2257, 2019 (unter Berücksichtigung der stochastischen Volatilität der Produktionslücke, eines langfristigen Zinssatzes, der Auswirkungen der Wertpapierankäufe und der effektiven Zinsuntergrenze); A. Carvalho, *The euro area natural interest rate – Estimation and importance for monetary policy*, Banco de Portugal Economic Studies, Bd. IX, Nr. 3 (auf der Grundlage von Holston, Laubach und Williams (2023), mit und ohne Inflationserwartungen); C. Grosse-Steffen, S. Lhuissier, M. Marx und A. Penalver, *How to weigh stars? Combining optimally estimates for the natural rate*, Working Paper der Banque de France (im Erscheinen). Die auf einem DSGE-Modell basierenden Schätzungen beruhen auf: A. Gerali und S. Neri, *Natural rates across the Atlantic*, Journal of Macroeconomics, Bd. 62(C), 2019 (dargestellt als gleitender Dreijahresdurchschnitt der Schätzungen).
Bei den Schätzungen auf Basis von Holston, Laubach und Williams (2023), Ajevskis (2020), Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx und Penalver (im Erscheinen), Carvalho (2023) sowie Geiger und Schupp (2018) beziehen sich die jüngsten Angaben auf das dritte Quartal 2023. Bei allen anderen Schätzungen beziehen sie sich auf das vierte Quartal 2023.

⁷ Ein Blick auf die Vereinigten Staaten zeigt auch dort uneinheitliche Ergebnisse zur Entwicklung von r^* , die auf eine hohe Modellunsicherheit schließen lassen. Gemäß dem DSGE-Modell der Federal Reserve Bank of New York stieg der nominale kurzfristige natürliche Zinssatz von Juni 2022 bis März 2023 stärker an als der Leitzins der US-Notenbank. Siehe K. Baker, L. Casey, M. del Negro, A. Gleich und R. Nallamotu, *The Post-Pandemic r^** , Liberty Street Economics, August 2023; K. Baker, L. Casey, M. del Negro, A. Gleich und R. Nallamotu, *The Evolution of Short-Run r^* after the Pandemic*, Liberty Street Economics, August 2023. Dieses Ergebnis ist jedoch umstritten, da die aktualisierten Schätzungen von Lubik und Matthes (2015) sowie die Schätzungen von Holston, Laubach und Williams (2023) in die entgegengesetzte Richtung weisen. Holston, Laubach und Williams verwenden ein semistrukturelles Modell, in dem unterstellt wird, dass r^* mit einer stabilen Inflationsrate konsistent ist. Lubik und Matthes unterstellen indes keine inflationsstabilisierenden Eigenschaften und definieren r^* als langfristige Prognose des realen kurzfristigen Zinssatzes in einem Vektorautoregressionsmodell mit zeitvariablen Parametern. Die daraus resultierende Heterogenität der jüngsten Schätzungen für die USA verdeutlicht einmal mehr, dass die Modellunsicherheit im Zusammenhang mit den r^* -Messgrößen erheblich ist. Siehe T. A. Lubik und C. Matthes, *Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches*, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief, Nr. 15-10, 2015; K. Holston, T. Laubach und J. C. Williams, *Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 1063, 2023.

Insgesamt wird die Messung des natürlichen Zinssatzes r^* und seine Verwendung als Indikator für die Geldpolitik durch die Modellunsicherheit erschwert. Während die zyklischen Messgrößen für r^* im Euroraum inzwischen nach oben tendieren, dürften sich die langsam veränderlichen Schätzungen, die an die langfristige Wirtschaftsentwicklung gekoppelt sind, eher nicht erhöht haben. Die Schätzungen fallen sehr unterschiedlich aus, da die Modellunsicherheit hoch ist und in den einzelnen Modellen verschiedene inflationsstabilisierende Eigenschaften zugrunde gelegt werden. Diese Merkmale erschweren die Verwendung von r^* -Schätzungen als Indikator für die Geldpolitik bei hohen Frequenzen erheblich. Dennoch weisen die in den r^* -Schätzungen beobachtbaren Trends auf das mögliche Risiko hin, dass die nominalen Zinssätze in der Zukunft durch die effektive Zinsuntergrenze beschränkt werden.

Finanzpolitische Reaktionen auf Energiepreisschock, Inflationsschock und Klimawandel

Marien Ferdinandusse und Mar Delgado-Téllez

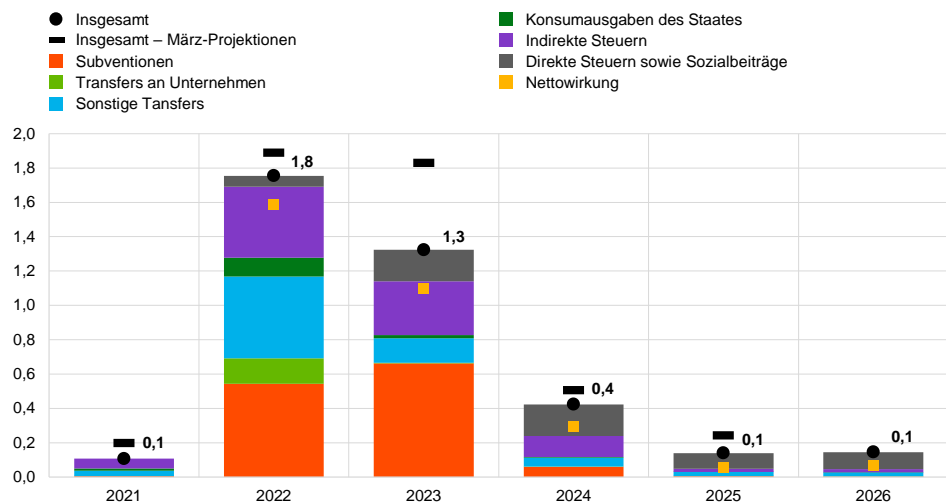
Gegenstand dieses Kastens sind Schätzungen und Prognosen zu den diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen, welche die Regierungen der Euro-Länder als Reaktion auf die Energiepreiskrise und hohe Inflation sowie den Klimawandel ergriffen haben. Die Fachleute des Eurosystems aktualisierten die Berechnungen im Dezember 2023 im Zuge ihrer gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen.

In den nächsten Jahren dürften die energie- und inflationsbedingten diskretionären Stützungsmaßnahmen der Finanzpolitik für private Haushalte und Unternehmen größtenteils auslaufen. Im Jahr 2023 machten sie schätzungsweise 1,3 % des BIP aus (nach 1,8 % des BIP 2022). Im Projektionszeitraum 2024–2026 dürfte ihr Anteil unterhalb von 0,5 % des BIP pro Jahr bleiben (siehe Abbildung A). Rund zwei Drittel der 2023 bestehenden Maßnahmen werden wohl 2024 auslaufen, weitere 20 % im Jahr 2025. Die übrigen Maßnahmen werden laut Projektionen auch noch 2026 in Kraft sein. Bei nahezu der Hälfte der 2023 bestehenden Maßnahmen handelte es sich um Subventionen. Davon wiederum entfielen mehr als die Hälfte auf Energiepreisobergrenzen in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden. Der Subventionsanteil der energie- und inflationsbedingten Stützungsmaßnahmen dürfte 2024 deutlich zurückgehen und ab 2025 vernachlässigbar sein.

Abbildung A

Diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen im Euroraum als Reaktion auf hohe Energiepreise und Inflationsraten – nach Instrument

(in % des BIP im Euroraum)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023 und der Fragebogen-Antworten der Working Group on Public Finance (WGPf) des ESZB.

Die Haushaltsbelastungen, die auf Euroraumebene aus den energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen erwachsen, wurden in den Stabsprojektionen vom Dezember 2023 nach unten revidiert, da die Energiepreise gegenüber den Erwartungen des früheren Jahresverlaufs 2023 nachgegeben hatten.¹

Die Abwärtsrevisionen im Vergleich zu den Stabsprojektionen der EZB vom März 2023 betrafen das Jahr 2022, vor allem aber das Jahr 2023. Ursächlich hierfür ist unter anderem, dass der unerwartet starke Rückgang der Energiepreise die Stützungsmaßnahmen verbilligt hat (siehe Abbildung A).² Die für 2024 angenommenen Haushaltsbelastungen entsprechen weitgehend den Projektionen vom März 2023. Die Haushalte vieler Euro-Länder für 2024 sehen die Verlängerung bestehender oder die Einführung neuer Maßnahmen vor. Der hiervon ausgehende Effekt wird jedoch weitgehend dadurch ausgeglichen, dass Deutschland infolge des Bundesverfassungsgerichtsurteils zum Einsatz von Mitteln aus Notlagenkrediten seine Energiepreisbremse bereits zum Jahresende 2023 anstatt im April 2024 auslaufen ließ.³ Für den gesamten Projektionszeitraum wurden die unterstützungsbedingten Haushaltsbelastungen um rund 0,7 Prozentpunkte des BIP nach unten revidiert.

Mit dem im Zeitverlauf abnehmenden Umfang der energie- und inflationsbezogenen Entlastungspakete steigt der Anteil der Gegenfinanzierung durch diskretionäre Maßnahmen.

Diese bestehen hauptsächlich aus der Besteuerung unerwarteter Gewinne von Energieunternehmen sowie Energiesteuererhöhungen oder Subventionskürzungen.⁴ Den Projektionen zufolge wird durch diese Maßnahmen in den Jahren 2025 und 2026 mehr als die Hälfte der verbleibenden Unterstützung gegenfinanziert. Angesichts des begrenzten Gesamtumfangs stellt dies einen erheblich höheren Anteil dar als in den Vorjahren.

¹ Siehe EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euroraum auf die Energiekrise und die hohe Inflation – eine aktuelle Einschätzung](#), Kasten 9, Wirtschaftsbericht 2/2023.

² Ebd. Zu früheren Schätzungen in Bezug auf finanzpolitische Ausgleichsmaßnahmen siehe EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euro-Währungsgebiet auf den Krieg in der Ukraine und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2022; EZB, [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023.

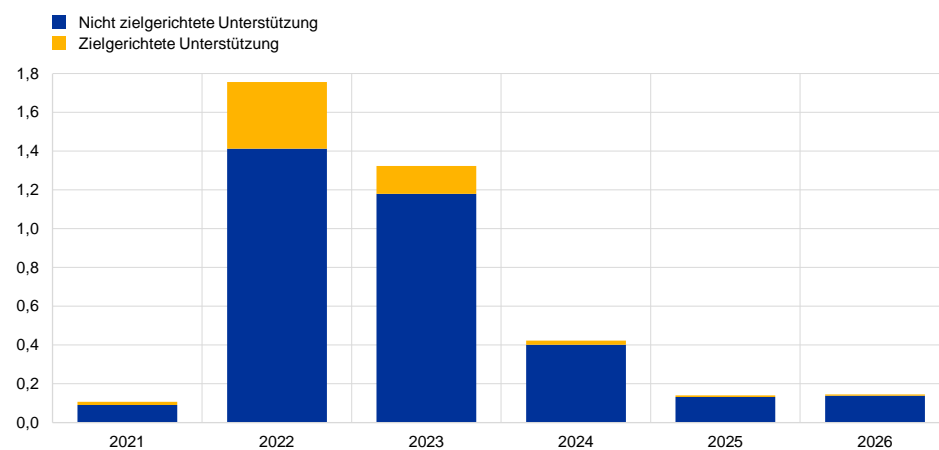
³ Einige Staaten arbeiteten nach Abschluss der Dezember-Projektionen des Eurosystems verlängerte oder neue Maßnahmen in ihre Haushalte 2024 ein.

⁴ In den Dezember-Projektionen des Eurosystems wird das sich daraus ergebende Volumen für den Projektionszeitraum mit insgesamt rund 0,1 % des BIP beziffert. Der größte Teil entfällt auf das Jahr 2023.

Abbildung B

Diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen im Euroraum als Reaktion auf hohe Energiepreise und Inflationsraten – Zielausrichtung

(in % des BIP im Euroraum)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis der Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2023 und der Fragebogen-Antworten der Working Group on Public Finance (WGPF) des ESZB.

Anmerkung: Als zielgerichtet werden bedürfnisabhängige Maßnahmen zur direkten Unterstützung privater Haushalte bezeichnet. Siehe hierzu EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euro-Währungsgebiet auf den Krieg in der Ukraine und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), a. a. O.

Im Eurogebiet insgesamt ist der Anteil zielgerichteter Maßnahmen weiterhin sehr niedrig. In der Vorausschau dürfte es mit dem Abklingen der Energiekrise kaum noch zielgerichtete Maßnahmen geben.

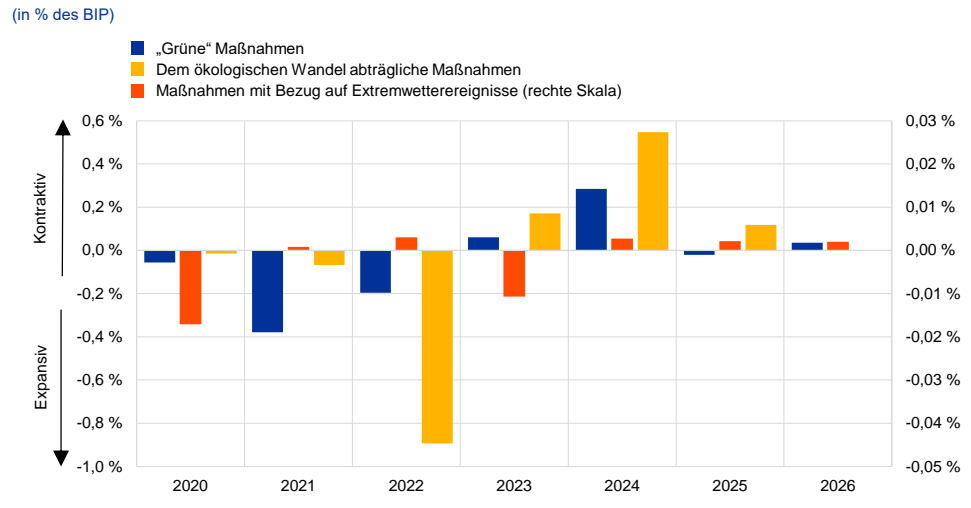
Die Reaktion auf den Energiepreisschock umfasste Energiepreisobergrenzen und ähnliche Ausgleichsmaßnahmen zur Abfederung hoher Endkundenpreise, aber auch andere Maßnahmen, die weitgehend allen Privathaushalten und Unternehmen zugutekamen. Zwar wurde so ein breit gestreuter Ausgleich geschaffen. Allerdings entstanden hieraus erheblich höhere Haushaltsbelastungen, als es bei zielgerichteteren Maßnahmen wie Transfers an einkommensschwache Privathaushalte der Fall war. In ihren Projektionen rechnen die Fachleute damit, dass mit dem Auslaufen der Preisdeckelungen und der damit verbundenen finanziellen Zusagen für staatliche energie- und inflationsbedingte Ausgleichsmaßnahmen auch der Anteil zielgerichteter Maßnahmen am euroraumweiten BIP sinken wird (siehe Abbildung B). Hinter dem Gesamtergebnis für das Eurogebiet verbergen sich freilich deutliche Länderunterschiede. So setzte eine Reihe kleinerer Länder stärker auf zielgerichtete Maßnahmen. Aufgrund ihres geringen Gewichts ist dies im Euroraum-Aggregat aber nicht sichtbar. Allerdings entfiel selbst bei Betrachtung des ungewichteten Durchschnitts der Länderanteile nur rund ein Fünftel der 2025 und 2026 insgesamt erwarteten diskretionären Unterstützung auf zielgerichtete Maßnahmen.

Mit dem Rückgang energiebezogener Ausgleichsmaßnahmen verringern sich auch die klimaschädlichen diskretionären Maßnahmen der Finanzpolitik.

Als dem ökologischen Wandel abträglich werden Ausgleichsmaßnahmen eingestuft, die den Energiepreis beeinflussen oder z. B. durch Preisdeckelungen bzw. Energiesteuersenkungen anderweitig einen Anreiz zur Nutzung fossiler Brennstoffe schaffen. Für Energiepreisausgleichsmaßnahmen, die keinen derartigen Anreiz

beinhalten (z. B. Sozialtransfers), gilt dies nicht. Die meisten klimabezogenen Maßnahmen sind dem ökologischen Wandel abträglich (siehe Abbildung C). Während sie die „grünen“ Maßnahmen in den letzten Jahren überwogen, werden sie seit 2023 zurückgeführt. Dieser Prozess dürfte im gesamten Projektionszeitraum anhalten.⁵

Abbildung C
Klimabezogene diskretionäre Maßnahmen der Finanzpolitik



Quelle: ESZB.

Anmerkung: Ausgewiesen ist die Wirkung der in den Dezember-Projektionen berücksichtigten diskretionären Maßnahmen mit Bezug zum Klimawandel auf den Finanzierungssaldo. Eine einnahmen- oder ausgabenseitige Maßnahme der Finanzpolitik wird als klimawandelbezogen eingestuft, wenn sie positive („grüne“) oder negative Auswirkungen auf die Begrenzung des Klimawandels bzw. die Anpassung an diesen hat oder die Folgen von Extremwetterereignissen kompensieren soll. Siehe auch EZB, [Klimabezogene finanzpolitische Maßnahmen in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), a. a. O., sowie Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁵ Siehe hierzu auch EZB, [Klimabezogene finanzpolitische Maßnahmen in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2023; EZB, Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Aufsatz

1 Reaktion des Eurosystems auf die aktuellen Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr

Patrick Papsdorf und Karine Themejian

1 Einleitung

Der Massenzahlungsverkehr – so werden Zahlungen zwischen Konsumenten, Unternehmen und öffentlichen Stellen bezeichnet – durchläuft derzeit einen tiefgreifenden Wandel, der die Zahlungsverkehrslandschaft in Europa stark verändert. Die Digitalisierung spielt dabei eine wesentliche Rolle. So geht der Trend immer stärker zu bargeldlosen Zahlungsmitteln, Echtzeitzahlungen (Instant Payments) und einer nahtlosen Integration von Zahlungen in den Kaufprozess (Seamless Payments). Motiviert durch den Bedarf an verbesserten globalen und grenzüberschreitenden Einsatzmöglichkeiten und die Überlegung, dass sich Zahlungslösungen auch global einführen lassen könnten, werden zahlreiche innovative Lösungen auf Basis neuer Technologien entwickelt und angeboten.¹ Diese Trends und Entwicklungen werden nicht nur von den bereits existierenden Akteuren am Zahlungsverkehrsmarkt angetrieben. Vielmehr zieht das Thema Zahlungsverkehr auch Start-ups und bereits etablierte Unternehmen an, die bisher nicht in diesem Bereich tätig waren.

Die Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr erfordern aus Sicht des Eurosystems eine vielschichtige Reaktion, um einen sicheren, integrierten, innovativen und wettbewerbsfähigen Markt für Massenzahlungen in Euro zu gewährleisten, der einen kontinuierlichen Zugang zu öffentlichem Geld bietet. Das Eurosystem – also die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben – hat die Aufgabe, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern und dabei alle relevanten Aspekte im Blick zu behalten. Bezogen auf den Massenzahlungsverkehr bedeutet „reibungsloses Funktionieren“, dass die Menschen und Unternehmen in ihrem alltäglichen Umgang mit dem Euro sichere und effiziente Zahlungen leisten können und somit ihr Vertrauen in die Währung erhalten bleibt. Aus diesem Grund ist das Eurosystem für die Ausgabe von öffentlichem Geld zuständig – derzeit in Form von Bargeld. In der Zukunft könnte Bargeld aber durch eine digitale Version, also einen digitalen Euro, ergänzt werden. Darüber hinaus kann das Eurosystem a) als Katalysator für Veränderungen wirken und dadurch die Effizienz im Bereich Massenzahlungen steigern, b) eine Überwachungsfunktion übernehmen, indem es Standards und Regeln für den Massenzahlungsverkehr festlegt und deren Einhaltung sicherstellt, sowie c) als Betreiber agieren, denn es

¹ Siehe F. Panetta, [Extending the benefits of digital technologies to cross-border payments](#), The ECB Blog, EZB, 31. Oktober 2023.

hat die Möglichkeit, öffentliche Infrastrukturen aufzubauen. Die Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr haben das Potenzial, einen Nutzen sowohl für die Verbraucher als auch für die Unternehmen zu stiften. Allerdings bergen sie auch Risiken und machen ein Handeln des Eurosystems in seinen verschiedenen Rollen erforderlich.

Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 werden die aktuellen Veränderungen im Massenzahlungsverkehr erörtert. Abschnitt 3 befasst sich mit der vielschichtigen Reaktion des Eurosystems, und in Abschnitt 4 werden in den Schlussbemerkungen Perspektiven für die weitere Entwicklung aufgezeigt.

2 Massenzahlungsverkehr im Wandel

Die Digitalisierung verändert die Art und Weise, wie wir leben, kommunizieren und konsumieren. Auch wie wir mit dem Finanzsystem interagieren – vor allem, wie wir bezahlen –, wird durch die Digitalisierung beeinflusst.

Verbraucher erwarten zunehmend, dass Unternehmen Dienstleistungen über das Internet anbieten – idealerweise 24 Stunden am Tag, sieben Tage die Woche – und möchten auch online mit ihrem bevorzugten Zahlungsmittel bezahlen können. Im stationären Handel, also am sogenannten Point of Sale², möchten sie zwischen Bargeld und bargeldlosen Zahlungsmitteln wählen oder sogar kontaktlos bezahlen können, beispielsweise mit einer digitalen Geldbörse (Wallet) auf einem mobilen Gerät. Außerdem möchten sie, dass der Bezahlvorgang zügig vonstattengeht und sie nicht lange auf die Autorisierung der Zahlung warten müssen. Mit Blick auf die Sicherheit erwarten die Verbraucher, dass ihre Daten geschützt bleiben und der gesamte Einkaufsprozess sicher ist. Transaktionsgebühren sollten möglichst nicht oder nur in geringer Höhe anfallen. Zwar können sich viele Unternehmen dem anschließen, doch erfordern diese Aspekte Investitionen und Unterstützung durch die Zahlungsdienstleister.

Die Veränderungen im Massenzahlungsverkehr werden durch eine Reihe von Faktoren bestimmt. Neben den Präferenzen und Bedürfnissen von Verbrauchern und Unternehmen (siehe Kasten 1) spielen hierbei auch andere Aspekte eine Rolle, allen voran die folgenden drei: Erstens eröffnet die verstärkte Interaktion und Integration auf globaler Ebene Möglichkeiten, Zahlungslösungen über Ländergrenzen hinweg anzubieten und auf den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr auszurichten. Zweitens können Krisen und geopolitische Entwicklungen dazu führen, dass sich Trends beschleunigen. So hat sich beispielsweise der Bedarf an Online-Zahlungen und kontaktlosen Zahlungen während der Corona-Pandemie enorm erhöht. Durch das gestiegene Bewusstsein für die Klimakrise werden zunehmend Rufe nach einer nachhaltigen Zahlungsabwicklung laut. Und nicht zuletzt haben die geopolitischen Entwicklungen das Bewusstsein für mögliche Störereignisse und Cyberrisiken geschärft (insbesondere für Stromausfälle, Lieferkettenabhängigkeiten und die erhöhte Gefahr von Cyberangriffen). Drittens wird der Massenzahlungsverkehr durch regulatorische

² Im EZB-Glossar zum digitalen Euro wird „Point of Sale“ definiert als „physischer Ort, an dem Waren und Dienstleistungen verkauft und bezahlt werden, z. B. Geschäfte und Restaurants“.

Maßnahmen geprägt, die darauf abzielen, Innovationen zu fördern und Risiken (etwa Betrugsrisiken) zu verringern. Beispiele für solche Aktivitäten sind die jüngsten regulatorischen Initiativen der EU im Bereich Kryptowerte, digitale operationale Resilienz und Instant Payments.³

Technologische Neuerungen sind eine wichtige Triebfeder der Entwicklung im Massenzahlungsverkehr. Das Internet ermöglicht es allen, online einzukaufen und zu bezahlen. Smart Devices sind inzwischen fast allgegenwärtig, und dank der Entwicklung von Technologien für kontaktloses Bezahlen (Proximity Payments) sind heute kontaktlose Zahlungen mit dem Mobiltelefon möglich. Zudem ist die gestiegene Rechenleistung der Geräte mit massiven Kapazitätswüchsen und höheren Verarbeitungsgeschwindigkeiten einhergegangen, wodurch Massenzahlungen immer schneller und kostengünstiger geworden sind. Anwendungen auf Basis künstlicher Intelligenz könnten beispielsweise dazu beitragen, auffällige Transaktionen und ungewöhnliches Zahlungsverhalten zu erkennen und dadurch Betrug zu verhindern. Allerdings gibt es hinsichtlich dieser Technologie auch Bedenken, denn sie könnte für ausgefeilte Cyberangriffe wie Phishing missbraucht werden. Die Distributed-Ledger-Technologie wird mitunter trotz gewisser Einschränkungen (besonders bezüglich ihrer Fähigkeit zur schnellen Verarbeitung großer Volumina) als Möglichkeit angesehen, die Zahlungsverarbeitung zu verbessern und etwa Zahlungen an Streaming-Dienste, Kleinstbetragszahlungen und die Programmierbarkeit von Zahlungen zu vereinfachen.⁴

Es gibt eine Vielzahl von Akteuren, die technologiegestützte Innovationen im Bereich Finanzdienstleistungen – einschließlich des Massenzahlungsverkehrs – vorantreiben. Der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board – FSB) definiert den Begriff „FinTech“ als technologiegestützte Innovationen im Finanzdienstleistungssektor, aus denen neue Geschäftsmodelle, Anwendungen, Prozesse oder Produkte hervorgehen könnten, die die Finanzmärkte und -institute sowie die Erbringung von Finanzdienstleistungen in erheblicher Weise beeinflussen könnten.⁵ Innovationen können also aus mehreren Richtungen kommen: von bereits existierenden (also etablierten) Akteuren im Zahlungsverkehr, von branchenfremden Unternehmen, die es zwar schon länger gibt, die sich aber den Markt für Finanzdienstleistungen neu erschließen, oder aber von gänzlich neu gegründeten Unternehmen (Start-ups). Aus welchem Grund Unternehmen am Markt für Massenzahlungen aktiv werden, ist sehr unterschiedlich. Manchen geht es möglicherweise darum, ihre bestehenden Marktanteile zu schützen oder zu erhöhen oder ihr Leistungsangebot sogar zu erweitern. Andere möchten sich vielleicht die

³ Siehe Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937 (ABl. L 150 vom 9.6.2023, S. 40); Verordnung (EU) 2022/2554 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011 (ABl. L 333 vom 27.12.2022, S. 1); Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 260/2012 und (EU) 2021/1230 über Sofortüberweisungen in Euro (COM/2022/546) (Englisch).

⁴ Siehe beispielsweise EZB, [Abwicklung von Großbetragszahlungen in Zentralbankgeld vor dem Hintergrund neuer Technologien](#), Wirtschaftsbericht 8/2023.

⁵ Siehe die [Website des Finanzstabilitätsrats](#).

Wertschöpfungsketten zunutze machen, Zugang zu Zahlungsdaten gewinnen oder den Zahlungsverkehrsmarkt mit neuen Geschäftsmodellen und dem Anspruch, Ineffizienzen oder Defizite zu beheben, für sich erschließen.

Die Veränderung der Zahlungsverkehrslandschaft kann auch aus dem Blickwinkel der Finanzdienstleistungen betrachtet werden: Welche Finanzdienstleistungen werden angeboten, und wie wirken sich insbesondere neue Technologien dort aus?

Ebenso wie der Zahlungsverkehr entwickeln sich auch Finanzdienstleistungen durch den technologischen Fortschritt weiter. So gibt es bei Überweisungen inzwischen die Option von Instant Payments, die rund um die Uhr durchgeführt werden können und deren unwiderrufliche Abwicklung innerhalb von Sekunden erfolgt. Dies ist eine bedeutende Entwicklung, denn Zahlungen in Echtzeit waren früher nur für Großbetragszahlungen verfügbar, also für Finanzinstitute, die an Echtzeit-Bruttozahlungssystemen teilnehmen. Ein ganz anderes Beispiel für die Auswirkungen technologischer Neuerungen sind Kryptowerte. In diesem Bereich werden häufig ähnliche Begrifflichkeiten verwendet wie für Finanzdienstleistungen. Allerdings unterliegen Kryptowerte in der Regel einer weniger strengen Regulierung und Überwachung oder werden (noch) überhaupt nicht reguliert. Hierbei ist zu beachten, dass nicht besicherte Kryptowerte aufgrund ihres fehlenden inhärenten Wertes eine hohe Preisvolatilität aufweisen. Sie eignen sich daher nicht als Zahlungsmittel und stellen lediglich ein spekulatives Instrument dar, das häufig mit Glücksspielen verglichen wird.⁶

Die Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr bringen sowohl Chancen als auch Herausforderungen mit sich. Die Digitalisierung kann Effizienzgewinne bewirken und die Wettbewerbsfähigkeit der Akteure verbessern, die sie als Chance begreifen. Sie kann die Benutzerfreundlichkeit und potenziell auch die Sicherheit von Zahlungslösungen erhöhen und könnte sogar dazu beitragen, die finanzielle Inklusion zu fördern. Allerdings birgt sie auch eine Reihe von Risiken. Wenn innovative Zahlungslösungen als geschlossene Kreisläufe (Closed-loop solutions) konzipiert werden, also nur in einer bestimmten Umgebung genutzt werden können und keine Interoperabilität möglich ist, könnte dies eine Fragmentierung des Marktes für Massenzahlungen in Euro nach sich ziehen. Zudem besteht die Gefahr, dass vulnerable Personengruppen ausgeschlossen werden, weil sie innovative Zahlungslösungen, die das Bezahlen für sie sicher und effizient gestalten sollen, aus unterschiedlichen Gründen möglicherweise nicht nutzen können. Abschließend sind auch hier Cyberrisiken von Relevanz, denn je mehr digitale Abhängigkeiten und digitale Infrastrukturen es gibt, desto größer ist die Anfälligkeit für Cyberangriffe.⁷

⁶ Siehe F. Panetta, [Caveat emptor does not apply to crypto](#), The ECB Blog, EZB, 5. Januar 2023.

⁷ Siehe F. Panetta, [Adapting to the fast-moving cyber-threat landscape: no room for complacency](#), Begrüßungsansprache beim 7. Meeting des Euro Cyber Resilience Board für gesamteuropäische Finanzmarktinfrastrukturen in Frankfurt am Main, 1. Juni 2022.

Kasten 1

Wie haben sich das Zahlungsverhalten und die Zahlungspräferenzen der Verbraucher verändert?

Damit die EZB die freie Wahl des Zahlungsmittels für die Menschen im Euroraum gewährleisten kann, muss sie deren Verhalten und Präferenzen beim Bezahlen kennen. Aus diesem Grund führt sie regelmäßig eine Studie zum Zahlungsverhalten der Verbraucher im Euroraum (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area – SPACE) durch. Diese Studie liefert Erkenntnisse darüber, wie die Verbraucher die verschiedenen Zahlungsarten nutzen und welche Zahlungspräferenzen sie haben. Außerdem gibt sie Aufschluss darüber, wie die Menschen den Zugang zu und die Akzeptanz von diesen Zahlungsmitteln wahrnehmen.

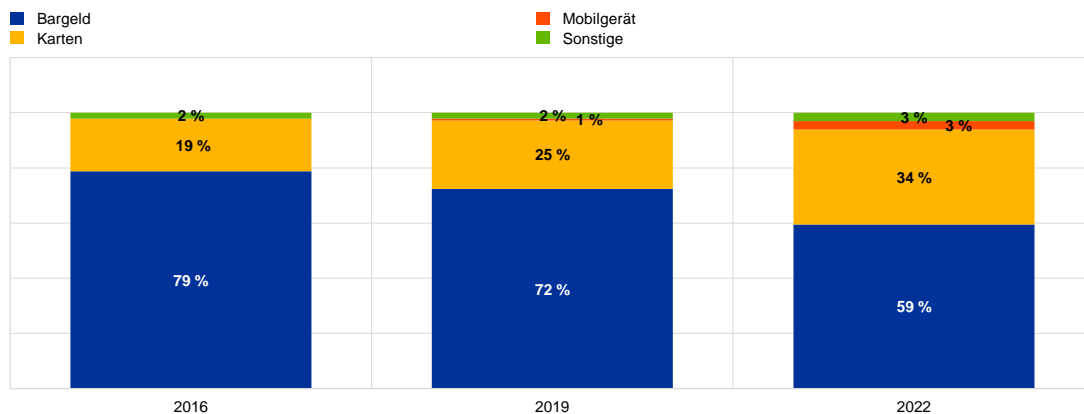
Zwar spielt Bargeld bei Zahlungen von Privatpersonen im Euroraum noch immer eine wichtige Rolle, doch scheint die Bargeldnutzung allmählich abzunehmen. Auch bedingt durch die Pandemie hat die Nutzung elektronischer Bezahlmethoden zugenommen. Bargeld ist nach wie vor das am häufigsten verwendete Zahlungsmittel sowohl im stationären Handel als auch bei Zahlungen zwischen Privatpersonen. Aus Abbildung A geht hervor, dass 2022 bei 59 % aller Transaktionen im stationären Handel bar bezahlt wurde. Im Jahr 2019 hatte dieser Anteil noch bei 72 % und im Jahr 2016 bei 79 % gelegen.⁸ Wertmäßig entfiel 2022 erstmals ein größerer Anteil auf Kartenzahlungen (46 %) als auf Barzahlungen (42 %).

Abbildung A

Zahlen- und wertmäßiger Anteil der im stationären Handel im Euroraum verwendeten Zahlungsinstrumente (2016-2022)

a) Anzahl der Transaktionen

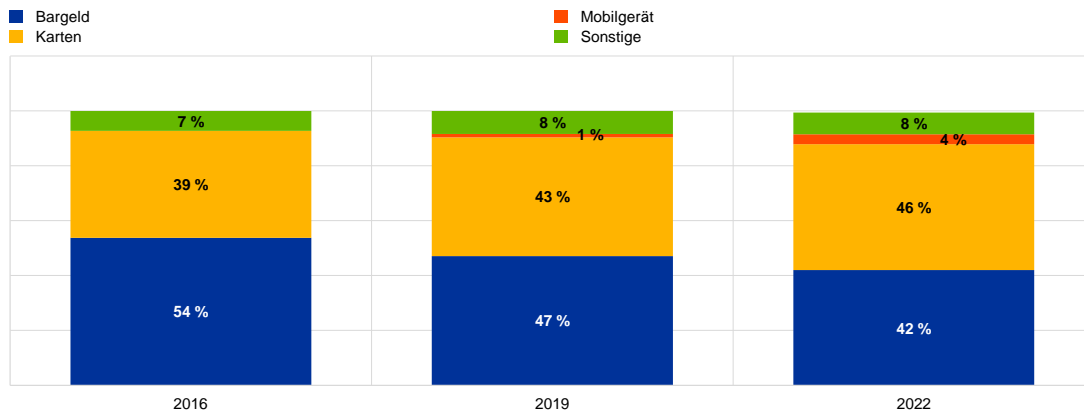
(in %)



⁸ Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), Dezember 2022.

b) Wert der Transaktionen

(in %)



Quellen: EZB (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area, 2022); Berechnungen auf der Grundlage von Daten von De Nederlandsche Bank und der Dutch Payments Association (2020 und 2022) sowie der Deutschen Bundesbank (2018 und 2022).
Anmerkung: „Sonstige“ umfasst Bankschecks, Überweisungen, Treuepunkte, Gutscheine und Geschenkkarten sowie andere Zahlungsinstrumente.
Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Diese Verschiebung bei den Zahlungsmitteln hängt auch damit zusammen, dass die Menschen ihre alltäglichen Einkäufe immer häufiger online bezahlen. Folglich hat sowohl die Anzahl als auch der Wert dieser Zahlungen zugenommen.

Was elektronische Zahlungen anbelangt, so haben vor allem die Zahlungen über das Mobiltelefon und die Kartenzahlungen zugenommen, wobei Zahlungen per Mobiltelefon trotzdem noch immer relativ selten sind. Bei den Kartenzahlungen haben die kontaktlosen Zahlungen im stationären Handel stark zugenommen und machten 2022 62 % aller Kartenzahlungen aus. Die Bequemlichkeit kontaktloser Zahlungen scheint hier einer der Hauptvorteile zu sein – neben der Tatsache, dass die Verbraucher kein Bargeld mit sich führen müssen und kontaktlose Zahlungen als schneller wahrnehmen. Kryptowerte scheinen nur sehr selten für Zahlungen verwendet zu werden.

Wenngleich ein Trend zur Nutzung bargeldloser Zahlungsinstrumente erkennbar ist und die Verbraucher angeben, im stationären Handel Kartenzahlungen zu bevorzugen, möchte die Mehrheit nicht auf die Option zur Barzahlung verzichten. Im Jahr 2022 hielten 60 % der Befragten die Möglichkeit, bar bezahlen zu können, für wichtig. Dies entspricht einem Anstieg von 5 Prozentpunkten gegenüber 2019. Bargeld wird vor allem wegen seiner Anonymität und des Schutzes der Privatsphäre bevorzugt. Zudem können die Verbraucher ihrer Einschätzung nach bei Barzahlungen einen besseren Überblick über ihre Ausgaben behalten.

3 Reaktion des Eurosystems

Im Rahmen seines Mandats verfolgt das Eurosystem die Entwicklungen im Massenzahlungsverkehr aus unterschiedlichen Perspektiven, die sich in seiner Reaktion widerspiegeln. Zu seinen satzungsmäßigen Zielen zählt es, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern. Dies beinhaltet die aktive Überwachung und Beurteilung der Entwicklung des Massenzahlungsverkehrs im Euroraum sowie weltweit. Da sich dieser Aufsatz auf die politische Perspektive

konzentriert, werden Maßnahmen, die das Eurosystem in seiner Funktion als Betreiber von Zahlungssystemen (insbesondere von TARGET Instant Payment Settlement (TIPS), über das Massenzahlungen in Echtzeit abgewickelt werden können) ergreift, hier nicht behandelt.

Die Rolle des Eurosystems als Katalysator

Für einen integrierten, innovativen und wettbewerbsfähigen Markt für Massenzahlungen in Euro bedarf es weiterer Maßnahmen. Zwar wurden inzwischen beim einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum (SEPA) Fortschritte erzielt, doch fehlt es noch an einer europäischen Lösung für Zahlungen im stationären Handel und im Online-Handel. Im Rahmen der Verordnung zur SEPA-Migration, in der die Frist für die Umstellung auf europaweite Standards für Überweisungen und Lastschriften in Euro festgelegt wurde, erfolgte die Umstellung auf SEPA-Überweisungen und -Lastschriften in Euro.⁹ Angesichts der gestiegenen Nachfrage nach einer sofortigen Zahlungsabwicklung wurde Ende 2017 ein Überweisungsverfahren für SEPA-Echtzeitzahlungen (SEPA Instant Credit Transfer) eingeführt. Allerdings ist die SEPA-Umstellung in einigen Bereichen noch immer lückenhaft. Ein Beispiel hierfür ist die IBAN-Diskriminierung, die zwar rechtswidrig, aber dennoch weiter zu beobachten ist. Sie hindert Kunden daran, ein Konto aus einem anderen SEPA-Land als Zahlungskonto zu verwenden. Außerdem existiert noch kein SEPA für Kartenzahlungen. Im Massenzahlungsverkehr nimmt der Einsatz von Karten als Zahlungsinstrument dynamisch zu (siehe Kasten 1). Der jüngsten SPACE-Studie zufolge wurden im stationären Handel zuletzt sogar erstmals wertmäßig mehr Kartenzahlungen als Bargeldzahlungen getätigt. Allerdings beruht dieses für Verbraucher im Euroraum wichtige Zahlungsinstrument in hohem Maße auf internationalen Kartensystemen. Bislang gibt es noch kein SEPA für Karten. Zwar wurde ein gewisser Grad an Standardisierung erreicht, doch es existiert noch immer kein europäisches Kartenzahlungssystem und keine Interoperabilität zwischen den nationalen Kartensystemen.¹⁰ Grenzüberschreitend werden nationale Kartensysteme im Rahmen des sogenannten Co-Badging mit internationalen Kartensystemen akzeptiert. Das bedeutet, dass Geschäftsbanken gleichzeitig Mitglied in mindestens einem internationalen Kartensystem sind und Karten anbieten, die Logos sowohl eines nationalen als auch eines internationalen Systems tragen. In Ländern, in denen es kein nationales Kartensystem gibt, erfolgen selbst inländische Kartentransaktionen über internationale Kartensysteme. Der Anstieg des Online-Zahlungsverkehrs zeigt umso mehr, dass es an einer gesamteuropäischen Lösung für den Online-Handel mangelt. Technologische Innovationen, regulatorische Reformen sowie die zunehmende Digitalisierung im Alltag haben die

⁹ Siehe Verordnung (EU) Nr. 260/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 zur Festlegung der technischen Vorschriften und der Geschäftsanforderungen für Überweisungen und Lastschriften in Euro und zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 924/2009. Am 1. August 2014 wurden die nationalen Systeme im Euroraum durch das neue europaweite System ersetzt.

¹⁰ Siehe EZB, [Cards payments in Europe – current landscape and future prospects](#), April 2019.

Zahlungsverkehrslandschaft im Bereich der Massenzahlungen in Europa verändert und werden auch künftig Veränderungen mit sich bringen.¹¹

Der Massenzahlungsverkehr im Euroraum ist zu großen Teilen stark von außereuropäischen Akteuren abhängig. Dies veranlasste das Eurosystem dazu, im November 2019 eine neue Strategie vorzulegen. Darin skizzierte es seine Erwartungen für Zahlungen am Point of Interaction, d. h. Zahlungen im stationären Handel und im Online-Handel.¹² Um sicherzustellen, dass der Markt für Massenzahlungen in Euro effizient und innovativ bleibt, ist Wettbewerb wichtig. Die Dominanz außereuropäischer Anbieter wirft jedoch eine Reihe von Fragen auf, was die vollständige Einhaltung der Regelungen für den europäischen Markt, die Kosten für die Händler und somit für die Endnutzer und ganz allgemein die europäische Souveränität betrifft. Im Rahmen seiner neu aufgelegten Strategie erklärte das Eurosystem, dass es beabsichtigt, die Entwicklung europaweiter Zahlungslösungen für Zahlungen am Point of Interaction zu fördern. Dabei wurden fünf Ziele formuliert, die die Zahlungslösungen erfüllen müssten:

a) gesamteuropäische Reichweite und einheitliches Nutzererlebnis, b) Kundenfreundlichkeit und Kosteneffizienz, c) Sicherheit und Effizienz, d) europäische Identität und Governance sowie e) langfristig auch globale Reichweite. In diesem Zusammenhang begrüßte das Eurosystem die European Payments Initiative. Dabei handelt es sich um eine Initiative von Banken und Zahlungsdienstleistern zur Entwicklung einer digitalen walletbasierten Zahlungslösung für Verbraucher und Händler in Europa, die für Zahlungen an der Ladenkasse, im Online-Handel und zwischen Privatpersonen sowie für Bargeldabhebungen genutzt werden könnte.¹³ Damit unterstützte die EZB das von der European Payments Initiative gesteckte Ziel, eine gesamteuropäische Lösung zu erarbeiten und dabei alle Märkte einzubeziehen. Das Eurosystem würde auch andere Zahlungslösungen unterstützen, sofern es zu dem Schluss kommt, dass diese Zahlungslösungen danach streben, die genannten fünf Ziele zu erreichen.¹⁴

Im Oktober 2020 ergänzte das Eurosystem seine Strategie um weitere Ziele, um die flächendeckende Nutzung von Instant Payments zu unterstützen, grenzüberschreitende Zahlungen in Länder außerhalb der EU zu verbessern und Innovationen aktiv zu fördern, wobei die Aspekte Nachhaltigkeit und Nutzerfreundlichkeit berücksichtigt wurden.¹⁵ Während eine europaweite Lösung für Zahlungen am Point of Interaction weiterhin oberste Priorität war, wollte das Eurosystem damit nun auch auf andere Bereiche eingehen, in denen Fortschritte auf dem Weg zu einem integrierten, innovativen und wettbewerbsfähigen

¹¹ Siehe EZB, [Implications of digitalisation in retail payments for the Eurosystem's catalyst role](#), Juli 2019.

¹² Siehe B. Coëuré, [Towards the retail payments of tomorrow: a European strategy](#), Rede anlässlich der gemeinsamen Konferenz von EZB und Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique „Crossing the chasm to the retail payments of tomorrow“, Brüssel, 26. November 2019.

¹³ Siehe EZB, [EZB begrüßt Initiative zur Einführung einer neuen europaweiten Zahlungslösung](#), Pressemitteilung vom 2. Juli 2020; EZB, [ECB welcomes the EPI's progress on building a European payment solution](#), MIP News, 25. April 2023.

¹⁴ Auch andere Initiativen, wie etwa zur Interoperabilität, sind bestrebt, die zentralen Ziele der Strategie des Eurosystems für den Massenzahlungsverkehr zu erfüllen.

¹⁵ Siehe F. Panetta, [On the edge of a new frontier: European payments in the digital age](#), Rede anlässlich der EZB-Konferenz „A new horizon for pan-European payments and digital euro“, Frankfurt am Main, 22. Oktober 2020.

Massenzahlungsverkehr in Euro nötig sind. So lag der Fokus insbesondere auf der seit Einführung des Überweisungsverfahrens für SEPA-Echtzeitzahlungen nur schleppenden Nutzung und geringen Etablierung von Instant Payments. Die europaweite Bereitstellung von Instant Payments ist ein wichtiger Katalysator für innovative Lösungen für den Massenzahlungsverkehr in SEPA und dürfte bisher nicht realisierte Effizienzgewinne erschließen. Daher ist eines der Hauptziele der Eurosystem-Strategie für den Massenzahlungsverkehr die flächendeckende Nutzung von Instant Payments.

In den vergangenen Jahren hat das Eurosystem nicht nur die bestehende Zusammenarbeit mit Marktteilnehmern gepflegt, sondern auch das Spektrum der Akteure, mit denen es im Austausch steht, ausgeweitet. Das Eurosystem arbeitet mit Marktakteuren der Nachfrage- wie auch der Angebotsseite zusammen. Aufgrund der Netzwerkstrukturen im Massenzahlungsverkehr sind Kooperationen nötig, um wettbewerbsfähig zu sein. Daher bemüht sich das Eurosystem, relevante Akteure zusammenzuführen. Dies wurde insbesondere durch das Euro Retail Payments Board (ERPB) erreicht, ein Gremium mit schlanken Strukturen, in dem die Nachfrage- und die Angebotsseite des Marktes für Euro-Massenzahlungen ausgewogen vertreten sind mit dem Ziel, einen innovativen, integrierten und wettbewerbsfähigen Markt zu fördern.¹⁶ Seit seiner Einrichtung Ende 2013 hat das ERPB maßgeblich dazu beigetragen, dass es durch die Entwicklungen am Markt für Massenzahlungen in Euro nicht zu einer Fragmentierung gekommen ist. Dies war sowohl in Bezug auf Instant Payments als auch in Bezug auf Open Banking der Fall, vor allem was die Initiative bei der Entwicklung der europaweiten Systeme¹⁷ betrifft. Im Mai 2023 beschloss das ERPB zudem, auch das Thema Betrug prioritär zu behandeln. Hier zielt die Arbeit darauf ab, mögliche Maßnahmen zur Verhinderung, Eindämmung und Untersuchung von Betrugsfällen durch verschiedene Arten von Akteuren zu erfassen. Dazu sollen unter Einhaltung der Datenschutzbestimmungen aktuelle Betrugsfälle bei Zahlungsinstrumenten im Massenzahlungsverkehr analysiert werden, und zwar mit Schwerpunkt auf neuen Vorgehensweisen und Techniken. Neben diesem strukturierten institutionellen Austausch über das ERPB ist das Eurosystem auch bemüht, seinen Aktionsradius unter Berücksichtigung der Entwicklungen im Zahlungsverkehr zu erweitern. So hat es im Rahmen seiner Strategie für den Massenzahlungsverkehr den „European fintechs payments dialogue“ ins Leben gerufen, um Aspekte des Zahlungsverkehrs zu erörtern. Im Gegensatz zum ERPB handelt es sich bei den Beteiligten nicht um eine ständige Gruppe von Akteuren aus Verbänden, sondern um einzelne Unternehmen, die themenbezogen eingeladen werden, an diesem Dialog teilzunehmen.

Im Jahr 2023 überarbeitete und aktualisierte das Eurosystem seine Strategie für den Massenzahlungsverkehr, um den Entwicklungen seit Einführung der Strategie Rechnung zu tragen. Dabei wurden die bisherigen Ziele bestätigt und um die Stärkung der Widerstandsfähigkeit erweitert.¹⁸ Um sicherzustellen, dass

¹⁶ Weitere Informationen zum ERPB (Mandat, Zusammensetzung, Sitzungsdocumentation oder Erklärungen) finden sich auf der [Website der EZB](#) (Englisch).

¹⁷ Bei Instant Payments ist dies SEPA Instant Credit Transfer, bei Open Banking ist es SEPA Payment Account Access.

¹⁸ Siehe EZB, [The Eurosystem's retail payments strategy – priorities for 2024 and beyond](#).

seine Strategie weiterhin ihren Zweck erfüllt, hat das Eurosystem sie überarbeitet. Hintergrund waren die externen Entwicklungen, die die Zahlungsverkehrslandschaft seit der Einführung der Strategie 2019 und ihrer Erweiterung 2020 geprägt haben. Zu diesen Entwicklungen zählen konkret die kontinuierlich zunehmende Präferenz der Verbraucher für digitale Zahlungen, die wachsende Rolle von BigTech bei Lösungen für den Massenzahlungsverkehr und der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine. All dies hat dazu geführt, dass intensiv an einer besseren Widerstandsfähigkeit der Infrastruktur für den Massenzahlungsverkehr gearbeitet wird. Diese Entwicklungen bestätigten die bisherigen Ziele der Strategie des Eurosystems für den Massenzahlungsverkehr. Zugleich erforderten sie aber auch eine Anpassung der vorgesehenen Maßnahmen und eine Erweiterung der Strategie um ein neues Ziel, und zwar die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Massenzahlungsverkehrs. Auch nach der Strategieüberarbeitung besteht das Hauptziel weiterhin in der Förderung der Entwicklung einer europaweiten Lösung für Zahlungen am Point of Interaction. Das zweite große Ziel der Strategie – die flächendeckende Nutzung von Instant Payments – wurde erweitert und stellt nun allgemeiner auf eine Stärkung des „klassischen SEPA-Raums“ ab. Neu hinzu kamen dabei die folgenden Aspekte: a) die Notwendigkeit, das gegenwärtige SEPA-Überweisungs- und Lastschriftverfahren zukunftsfähig zu machen, b) das SEPA Payment Account Access Scheme unter dem Schirm des Europäischen Zahlungsverkehrsrats (EPC) als Eckpfeiler der Entwicklung von Open Banking zu fördern und c) die Notwendigkeit, rechtliche Maßnahmen gegen die Praxis der IBAN-Diskriminierung zu ergreifen, die Kunden daran hindert, ein Konto aus einem anderen SEPA-Land als Zahlungskonto zu verwenden. Weitere Ziele sind nach wie vor die Verbesserung grenzüberschreitender Zahlungen und die Förderung von Innovationen und Digitalisierung und die Herausbildung eines europäischen Ökosystems im Zahlungsverkehr. Angesichts der jüngsten geopolitischen Entwicklungen wurde die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Massenzahlungsverkehrs in der Strategie als weiteres Ziel aufgenommen. Damit soll verdeutlicht werden, dass es neben den überwachungsbezogenen Arbeiten auch wichtig ist, dass das Eurosystem als Katalysator auftritt.

Die Rolle des Eurosystems bei der Überwachung

Die Überwachung des Massenzahlungsverkehrs und der entsprechenden Systeme durch das Eurosystem soll deren Sicherheit und Effizienz gewährleisten. Als satzungsmäßige Aufgabe des Eurosystems ist die Überwachung definiert als „eine Aufgabe der Zentralbank, bei der die Ziele der Sicherheit und Effizienz durch die Überwachung von bestehenden und geplanten Systemen gefördert werden, indem sie an diesen Zielen gemessen und, falls erforderlich, Änderungen veranlasst werden“.¹⁹ Das Eurosystem muss bei der Überwachung des gesamten Zahlungsverkehrs alle Aspekte im Blick behalten, die Überwachung umfasst also sowohl den Großbetrags- als auch Massenzahlungsverkehr. In Bezug auf Massenzahlungen hat das Eurosystem Überwachungsanforderungen

¹⁹ Siehe Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, Central bank oversight of payment and settlement systems, BIZ, Mai 2005.

und -erwartungen für Massenzahlungssysteme²⁰ sowie für elektronische Zahlungsinstrumente, -verfahren und -arrangements (Payment Instruments, Schemes and Arrangements – PISA) festgelegt.²¹ Bei der Überwachung systemrelevanter Zahlungsverkehrssysteme (Systemically Important Payment Systems – SIPS) wendet die EZB ihre Regulierungsbefugnis an und hat eine Verordnung erlassen.²² Die Überwachung von nicht als systemrelevant eingestuften Zahlungsverkehrssystemen (Nicht-SIPS) und elektronischen Zahlungen im PISA-Rahmen führt das Eurosystem auf Basis moralischer Appelle („moral suasion“) durch. Es könnte allerdings auch hier auf seine Regulierungsbefugnisse zurückgreifen und rechtsverbindliche Regelungen für diese Anbieter erlassen. Im Folgenden werden die genannten Überwachungsrahmenwerke näher erläutert.

Um dem Wandel im Massenzahlungsverkehr zu begegnen, beobachten und bewerten die Überwachungsinstanzen die verschiedenen Entwicklungen und stellen sicher, dass Überwachungsstandards, -anforderungen und -rahmenwerke weiterhin ihren Zweck erfüllen. Überwachungsstandards

werden in der Regel zunächst auf internationaler Ebene entwickelt, und zwar auch unter Beteiligung der Zentralbanken. Auch das Eurosystem trägt zu diesen globalen Initiativen bei, z. B. über die Arbeit des Ausschusses für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen (CPMI)²³, der zusammen mit dem Technischen Ausschuss der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) die Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen formuliert hat (Principles for Financial Market Infrastructures – PFMI). Diese Prinzipien wurden dann auf Eurosystem-Ebene als Überwachungsstandards verabschiedet.²⁴ Eine regelmäßige Überprüfung der Anforderungen stellt sicher, dass sie weiterhin ihren Zweck erfüllen. Beispielsweise wurde 2021 der PISA-Überwachungsrahmen des Eurosystems eingeführt, der auf internationalen Standards, insbesondere den PFMI, aufbaut. Mit diesem Rahmenwerk wurde die Überwachungsfunktion des Eurosystems auf digitale Zahlungstoken und für Zahlungszwecke genutzte digitale Wallets ausgeweitet. Außerdem lieferten CPMI und IOSCO 2022 eine Orientierungshilfe zur Anwendung der PFMI auf Stablecoin-Arrangements.²⁵

Bei der Überwachung der unterschiedlichen Marktakteure kommen vor dem Hintergrund des Wandels im Massenzahlungsverkehr verschiedene Prinzipien zur Anwendung. Dazu zählen insbesondere das Prinzip „gleiche Tätigkeit, gleiches Risiko, gleiche Regeln“ sowie die Prinzipien der Technologie-neutralität und Verhältnismäßigkeit. Dem ersten Prinzip – „gleiche Tätigkeit, gleiches Risiko, gleiche Regeln“ – zufolge wird eine Innovation im Bereich des

²⁰ Siehe EZB, [Revised oversight framework for retail payment systems](#), Februar 2016. Bei Massenzahlungsverkehrssystemen handelt es sich um Systeme mit standardisierten Regeln für die Übermittlung, das Clearing und/oder die Abwicklung von Zahlungsverpflichtungen, die sich zwischen den Teilnehmern auf Basis der von ihren Kunden geleisteten Zahlungen ergeben.

²¹ Siehe EZB, [Eurosystem oversight framework for electronic payment instruments, schemes and arrangements](#), November 2021.

²² Siehe Verordnung (EU) Nr. 795/2014 der Europäischen Zentralbank vom 3. Juli 2014 zu den Anforderungen an die Überwachung systemrelevanter Zahlungsverkehrssysteme (ABl. L 217 vom 23.7.2014, S. 16).

²³ Ehemals Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS).

²⁴ Siehe CPSS und IOSCO, [Principles for financial market infrastructures](#), April 2012.

²⁵ Siehe CPMI und IOSCO, [Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements](#), Juli 2022.

Massenzahlungsverkehr auf Übereinstimmungen mit bereits existierenden Dienstleistungen hin geprüft. Stimmen Tätigkeit und Risiko grundsätzlich überein, werden die gleichen Regeln angewandt. Ergeben sich neue Risiken, müssen die Regeln zur Überwachung möglicherweise angepasst werden, um sicherzustellen, dass die neuen Risiken erfasst und berücksichtigt werden. Als beispielsweise die Frage aufkam, ob auch für Zahlungen genutzte digitale Wallets unter die Überwachung des Eurosystems fallen sollten, beschloss das Eurosystem, dass hierfür generell die bestehenden Regeln Anwendung finden würden, wenngleich mit einigen Ausnahmen und Präzisierungen. Das zweite Prinzip – die Technologieneutralität – besagt, dass die Überwachungsstandards weder auf bestimmte Technologien ausgerichtet sind noch bestimmte Technologien vorgeben. Vielmehr sind sie prinzipienbasiert: Ihr Schwerpunkt liegt auf den angestrebten Ergebnissen der Überwachung. Natürlich müssen die Überwachungsorgane neue Technologien im Bereich des Massenzahlungsverkehr vollumfänglich verstehen, um etwaige daraus erwachsende Bedenken oder Risiken beurteilen zu können. Ein Beispiel hierfür ist die Distributed-Ledger-Technologie. Hier konzentriert sich die Überprüfung durch die Überwachungsorgane, darauf, wie sich diese Technologie etwa auf das operationelle Risiko oder die Finalität der Abwicklung auswirkt. Das dritte Prinzip – die Verhältnismäßigkeit – beinhaltet, dass für Massenzahlungslösungen, die neu sind und zunächst nur eine begrenzte Geschäftsaktivität aufweisen oder die mit Blick auf die Zahlungssysteme insgesamt volumen- und wertmäßig von geringerer Bedeutung sind, gegebenenfalls auch weniger strikte Anforderungen gelten können, Meldungen zur Überwachung oder andere Tätigkeiten möglicherweise nicht so umfangreich sein müssen oder diese Lösungen sogar komplett von der Überwachung befreit werden können. Angesichts der Veränderungen im Massenzahlungsverkehr ist es wichtig, kleineren oder neuen Unternehmen aufgrund ihres begrenzten Risikos für den Zahlungsmarkt eine weniger intensive Überwachung zuzugestehen, damit sie ihre Innovationen vorantreiben können. Überwachungsaktivitäten sollten sich auf jene Akteure konzentrieren, die allgemein eine höhere Relevanz haben oder systemrelevant sind. Dennoch werden auch kleinere oder neue Unternehmen explizit aufgefordert, die Überwachungsanforderungen einzuhalten. Die Unternehmen sollten sich darum auch ernsthaft bemühen.

Das Eurosystem überwacht alle Euro-Massenzahlungssysteme im Euroraum.

Dies umfasst die systemrelevanten Massenzahlungssysteme (SIPS), besonders bedeutsame Massenzahlungsverkehrssysteme (Prominently Important Retail Payment Systems – PIRPS) sowie sonstige Massenzahlungssysteme.²⁶ Systemrelevante Zahlungssysteme unterliegen der SIPS-Verordnung, die strenge, rechtsverbindliche Anforderungen enthält und die vom Eurosystem zur Ausübung seiner Befugnisse verwendeten Instrumente definiert. Dazu zählen mögliche Vor-Ort-Prüfungen, um direkte Einblicke zu erhalten, sowie die Verhängung von Geldbußen bei schwerwiegenden Verstößen. Nicht systemrelevante Massenzahlungssysteme müssen demgegenüber – auf Grundlage eines

²⁶ Eine Übersicht über die überwachten Zahlungssysteme findet sich auf der [Website der EZB](#) im Abschnitt „Payment systems“.

Überwachungsansatzes, der auf moralische Appelle setzt – weniger, aber dennoch wichtige Anforderungen einhalten.

Vor dem Hintergrund des sich wandelnden Umfelds für den Massenzahlungsverkehr wird regelmäßig überprüft, für welche Zahlungssysteme eine Überwachung angedacht werden sollte. Dies hat beispielsweise dazu geführt, dass auch Instant-Payment-Systeme und Kartenzahlungssysteme der Überwachung durch das Eurosystem unterliegen. Ein weiterer Fall, in dem das Eurosystem die Überwachung übernehmen könnte, ist die sogenannte Transferfunktion von Stablecoin-Arrangements (in der EU-Verordnung über Märkte für Kryptowerte (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR) als „E-Geld-Token“ und „vermögenswertereferenzierte Token“ bezeichnet). Darüber hinaus beurteilt das Eurosystem in seiner Überwachungsfunktion auch Verbindungen zwischen Massenzahlungssystemen, etwa solche zur Vereinfachung grenzüberschreitender Zahlungen.

Im Jahr 2021 führte das Eurosystem den neuen Überwachungsrahmen für elektronische Zahlungsinstrumente, -verfahren und -arrangements (PISA) ein.²⁷ Darin werden eine Reihe von harmonisierten Überwachungsprinzipien festgelegt, die auf internationalen Standards basieren. Mit ihnen können die Sicherheit und Effizienz elektronischer Zahlungsinstrumente, -verfahren und -arrangements bewertet werden. Das Rahmenwerk ersetzte den Überwachungsansatz und die Überwachungsstandards des Eurosystems, die bis dahin für Zahlungsverkehrsinstrumente galten. Es ist zukunftsfähig und agil und stellt eine Antwort auf die Entwicklungen am Markt für Massenzahlungen dar. Sein Geltungsbereich umfasst alle gängigen Massenzahlungsinstrumente sowie Zahlungsverfahren, die von einem Steuerungsorgan verwaltet werden, das die Regeln festlegt, wonach Endnutzer eine Zahlung mit einem elektronischen Zahlungsinstrument ausführen können. Beispiele für solche Zahlungsverfahren sind Kartenzahlungs- und E-Geld-Verfahren sowie Verfahren für digitale Zahlungstoken, Überweisungen und Lastschriften. Der PISA-Überwachungsrahmen gilt auch für Zahlungsarrangements. Hierbei handelt es sich um verschiedene operationelle Funktionalitäten, die Endnutzer bei der Verwendung von elektronischen Zahlungsinstrumenten unterstützen. Ein Beispiel hierfür sind digitale Wallets, die für Zahlungen genutzt werden können. Die Ausnahmeregelungen im PISA-Rahmenwerk sehen vor, dass ausschließlich PISA-Unternehmen, die eine allgemeine Relevanz für das Zahlungsverkehrssystem haben, überwacht werden.²⁸ Andere Unternehmen werden lediglich beobachtet oder sind von der Überwachung befreit.

Das Eurosystem legt als Überwachungsorgan einen starken Fokus auf die digitale operationale Resilienz.²⁹ Diese ist eng mit der Digitalisierung verknüpft. Im Jahr 2018 entwickelte das Eurosystem eine Cyberresilienz-Strategie für

²⁷ Siehe EZB, [The Eurosystem oversight framework for electronic payments \(PISA\) is published](#), MIP News, 22. November 2021.

²⁸ Eine Übersicht über die überwachten Zahlungsverfahren und -arrangements findet sich auf der [Website der EZB](#) (Englisch).

²⁹ Weitere Informationen finden sich im Abschnitt „Cyber resilience and financial market infrastructures“ auf der [Website der EZB](#).

Finanzmarktinfrastrukturen, die auch bei Massenzahlungssystemen Anwendung findet. Die wichtigsten Elemente sind a) die Bewertung der überwachten Unternehmen anhand eines detaillierten Katalogs von Erwartungen zur Überwachung der Cyberresilienz (Cyber Resilience Oversight Expectations – CROE), b) eine regelmäßige Befragung zur Beurteilung des Grades an Cyberresilienz der überwachten Unternehmen sowie c) ein Rahmenwerk für bedrohungsgeleitete Penetrationstests. Dieses Rahmenwerk für bedrohungsgeleitetes, ethisches Hacking (Threat Intelligence-based Ethical Red Teaming – TIBER-EU) wird herangezogen, um die Widerstandsfähigkeit von Unternehmen gegenüber Cyberangriffen in einer realen, aber kontrollierten Umgebung zu testen. Die Strategie enthält auch eine Säule zur Abstimmung zwischen Regulierungsbehörden und Finanzindustrie, die jedoch nicht Bestandteil des Instrumentariums für die Überwachung ist. Im Rahmen dieser Säule wurde das Euro Cyber Resilience Board für gesamteuropäische Finanzmarktinfrastrukturen (ECRB) eingerichtet. Das ECRB bringt die Finanzwirtschaft und die Aufsichtsbehörden in einer vertrauensvollen Atmosphäre als Gruppe zusammen. Unter seiner Federführung (aber ohne aufsichtliche/regulatorische Kontrolle) wurde ein Rahmenwerk zum Austausch von Erkenntnissen und Informationen zu Cyberbedrohungen innerhalb der ECRB-Finanzmarktinfrastrukturen erarbeitet: die Cyber Information and Intelligence Sharing Initiative (CIISI-EU). Bei Anbietern von Dienstleistungen im Bereich Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) verlangt das Eurosystem, dass alle überwachten Unternehmen Drittanbieter von IKT-Leistungen, deren Dienste sie in Anspruch nehmen, identifizieren und sorgfältig steuern. Darüber hinaus haben die Überwachungsorgane ein Interesse daran, Drittanbieter von IKT-Dienstleistungen zu identifizieren, die für das Zahlungssystem insgesamt als kritische Dienstleister erachtet werden. Aus diesem Grund führen sie regelmäßig Umfragen durch, um so Anbieter zu ermitteln und kritische Anbieter direkt oder indirekt zu überwachen.

Ein weiteres Beispiel für die Reaktion der Überwachungsorgane auf den Wandel im Zahlungsverkehr ist die Analyse von Betrug im Massenzahlungsverkehr.

In den letzten Jahren konzentrierte sich die Analyse auf den Betrug bei Kartenzahlungen. Da inzwischen mehr Daten vorhanden sind, erstreckt sie sich aber nun auch auf weitere Massenzahlungsinstrumente.³⁰ Dies hilft den Überwachungsinstanzen dabei, Trends zu verstehen und geeignete Maßnahmen zur Eindämmung von Betrug – gegebenenfalls zusammen mit anderen Behörden und Gesetzgebern – zu erarbeiten. Ein Beispiel für eine erfolgreiche Maßnahme ist die Implementierung der starken Kundenauthentifizierung, die im Rahmen der überarbeiteten EU-Richtlinie über Zahlungsdienste eingeführt wurde.³¹

³⁰ Siehe EZB, [Report on card fraud in 2020 and 2021](#), Mai 2023.

³¹ Siehe Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 2002/65/EG, 2009/110/EG, 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2007/64/EG, ABl. L 337 vom 23.12.2015, S. 35.

Gewährleistung eines kontinuierlichen Zugangs zu öffentlichem Geld

Das Eurosystem setzt sich dafür ein, dass die Menschen ihre Wahlfreiheit bei der Nutzung von Zahlungsinstrumenten behalten. Insbesondere sollen sie weiter Zugang zu öffentlichem Geld in Form von Bargeld haben. Wie in

Kasten 1 beschrieben, stellt Bargeld, obwohl es immer weniger genutzt wird, nach wie vor eine wichtige Zahlungsmethode im stationären Handel und bei Zahlungen zwischen Privatpersonen dar. Eine Mehrheit der Verbraucher möchte Bargeld auch weiterhin als Zahlungsoption behalten.³² Mit der Bargeldstrategie des Eurosystems soll sichergestellt werden, dass Bargeld auch in Zukunft als Zahlungs- und als Wertaufbewahrungsmittel weithin verfügbar ist und allgemein akzeptiert wird.³³ Auf der Ebene des Euroraums und in den einzelnen Ländern laufen verschiedene Initiativen, um die Angemessenheit des Zugangs zu Bargeld zu beobachten. Hierzu gehört auch die Entwicklung und kontinuierliche Verbesserung einer gemeinsamen eurosystemweiten Methodik zur Messung des Bargeldzugangs.³⁴ In diesem Zusammenhang begrüßt das Eurosystem den Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Euro-Banknoten und Euro-Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel.³⁵

Das Eurosystem beschäftigt sich vor dem Hintergrund des zunehmenden Trends zur Digitalisierung auch mit einem digitalen Euro. Damit möchte es sich darauf vorbereiten, Menschen und Unternehmen neben Bargeld öffentliches Geld auch in digitaler Form zur Verfügung zu stellen. Als

elektronisches Pendant zu Bargeld wäre ein digitaler Euro eine zusätzliche Zahlungsoption für die Bürger. Damit wäre auch sichergestellt, dass trotz der zunehmenden Digitalisierung im Zahlungsverkehr weiterhin öffentliches Geld verfügbar ist. Ein digitaler Euro würde das Bargeld ergänzen, es aber nicht ersetzen. Nach einer Untersuchungsphase, in der analysiert wurde, wie ein digitaler Euro ausgestaltet und bereitgestellt werden und welche Auswirkungen er auf den Markt haben könnte, startete das Eurosystem im November 2023 eine Vorbereitungsphase. In dieser soll der Grundstein für einen möglichen digitalen Euro gelegt werden.³⁶ Die erste Stufe der Vorbereitungsphase dient der Finalisierung einiger konzeptioneller Elemente eines digitalen Euro und den Vorbereitungen für die Entwicklung und Erprobung seiner Ausgestaltung. Auf Grundlage der Ergebnisse dieser Arbeiten, die auf zwei Jahre angelegt sind, und auf Basis der Entwicklung eines Rechtsrahmens für den digitalen Euro wird das Eurosystem entscheiden, ob es zur nächsten Stufe übergeht. Das Einleiten der Vorbereitungsphase nimmt jedoch keinen Beschluss des Eurosystems vorweg, ob ein digitaler Euro kommen wird.

³² Siehe auch einen in Kürze erscheinenden Aufsatz zu diesem Thema im Wirtschaftsbericht der EZB.

³³ Siehe den Abschnitt „Bargeldstrategie des Eurosystems“ auf der [Website der EZB](#).

³⁴ Siehe EZB, [Freiheit der Zahlungsmittelwahl: der Zugang zu Bargeld im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2022.

³⁵ Siehe [Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 13. Oktober 2023 zu einem Vorschlag für eine Verordnung über Euro-Banknoten und Euro-Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel](#) (CON/2023/31).

³⁶ Siehe EZB, [Eurosystem startet nächste Phase des Projekts zum digitalen Euro](#), Pressemitteilung vom 18. Oktober 2023 sowie den Abschnitt „Der digitale Euro“ auf der [Website der EZB](#).

Damit soll lediglich gewährleistet werden, dass das Eurosystem vorbereitet ist für den Fall, dass es einen Beschluss zum Start der nächsten Stufe gibt.

Das Projekt des digitalen Euro stellt eine Ergänzung zu Bargeld dar, aber auch zur Entwicklung einer vom Markt ausgehenden europaweiten Lösung für Zahlungen am Point of Interaction und zur weiteren Stärkung des

„klassischen“ SEPA-Raums. Dieser kombinierte Ansatz ist Ausdruck der Notwendigkeit, eine strategische Autonomie bei Massenzahlungen zu erreichen, den Massenzahlungsverkehr durch Wahlfreiheit widerstandsfähiger zu gestalten und verschiedene Nutzungen und Nutzerpräferenzen zu berücksichtigen. Ein digitaler Euro könnte auf vielfältige Weise zu den Zielen der Strategie des Eurosystems für den Massenzahlungsverkehr beitragen. Beispielsweise würde er eine europaweite Zahlungslösung darstellen und dabei so weit wie möglich auf vorhandene Industriestandards, Komponenten und Technologien zurückgreifen. Damit wäre er ein maßgeblicher Faktor dafür, dass private Zahlungslösungen eine europaweite Ausrichtung erreichen und ihre Nutzungsmöglichkeiten erweitert werden könnten.

4 Schlussbemerkungen

Die derzeit im Euro-Massenzahlungsverkehr zu beobachtenden Trends dürften weiter an Fahrt aufnehmen. Das Eurosystem muss daher wachsam bleiben und die Sicherheit und Effizienz von Massenzahlungen sowie den Zugang zu öffentlichem Geld in unterschiedlichsten Szenarien gewährleisten.

Dies bedeutet, dass das Eurosystem seine Strategie für den Massenzahlungsverkehr beibehalten und die Entwicklung genau beobachten muss. Außerdem sollten alle relevanten Unternehmen der kontinuierlichen Überwachung (Oversight) unterliegen und neue Trends im Zahlungsverkehr identifiziert werden. Auch muss sichergestellt werden, dass der Überwachungsrahmen in dem sich verändernden Umfeld weiterhin seinen Zweck erfüllt und Überwachungsanforderungen konsequent umgesetzt werden. Das Eurosystem wird überdies seine Arbeit am Projekt des digitalen Euro fortsetzen, um gegebenenfalls einen digitalen Euro ausgeben zu können.

Bei diesen Aktivitäten wird das Eurosystem weiterhin mit den verschiedenen Interessenvertretern im Austausch bleiben und bei Bedarf den Dialog und die Zusammenarbeit mit relevanten Foren und Marktteilnehmern ausbauen.

Mit dem ERPB und dem ECRB hat das Eurosystem zwei hochrangig besetzte Gremien ins Leben gerufen, in denen die maßgeblichen Akteure zusammenkommen. Im Rahmen des ERPB soll ein integrierter, innovativer und wettbewerbsfähiger Markt für Massenzahlungen in Euro gefördert werden. Ziel des ECRB ist es, das Bewusstsein für Cyberresilienz zu schärfen, gemeinsame Initiativen auf diesem Gebiet voranzutreiben und einen Austausch über bewährte Verfahren zu ermöglichen. Neben dieser strukturierten Zusammenarbeit wird auch der Austausch mit Marktteilnehmern gesucht, die keine traditionellen Akteure am Zahlungsverkehrsmarkt sind. Das Eurosystem hat den Dialog mit FinTechs erheblich intensiviert und eigens Gespräche zu bestimmten Themen organisiert.

Da die Entwicklungen und Einsatzmöglichkeiten globaler Natur sind, kooperiert das Eurosystem mit anderen Zentralbanken und zuständigen Behörden weltweit. Internationale Standards und Zusammenarbeit sind von entscheidender Bedeutung, wenn es um den Umgang mit dem Wandel im Zahlungsverkehr geht. Durch die Teilnahme der EZB an internationalen Foren wie dem Ausschuss für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen (CPMI), der bei der BIZ angesiedelt ist, trägt die EZB aktiv zur Entwicklung internationaler Standards bei. Die internationale Zusammenarbeit ist auch wichtig, um Unternehmen, die auf globaler Ebene im Bereich Zahlungsverkehr tätig sind, einheitlich zu überwachen. Damit soll auch sichergestellt werden, dass die Belange jedes betroffenen Landes berücksichtigt werden und Regulierungsarbitrage vermieden wird.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

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

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

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

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

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

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9				
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,2	1,0
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	.	.	.
2023 Q1	51,7	49,7	51,3	51,6	53,3	52,0	50,1	52,2	48,3	-1,2	-1,0	-1,3
Q2	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	51,1	54,9	48,3	-0,3	-1,4	0,9
Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	50,3	51,8	48,1	-0,7	-0,7	-0,8
Q4	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	50,3	51,3	48,8	.	.	.
2023 Aug.	51,2	50,2	48,6	52,6	51,7	46,7	50,3	51,5	48,0	-0,8	-1,1	-0,5
Sept.	51,0	50,2	48,5	52,1	50,9	47,2	50,8	51,0	48,7	-0,7	-0,7	-0,8
Okt.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	49,7	50,9	48,5	0,4	0,4	0,4
Nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	50,7	51,0	49,0	0,8	1,1	0,5
Dez.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	50,3	52,0	48,9	.	.	.
2024 Jan.	.	52,3	52,5	.	.	47,9	.	.	.	.	.	.

Quellen: Markit (Spalten 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalten 10-12).

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

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
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 Q4	1,5	1,7	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,7	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 Q1	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
Q2	1,4	1,4	1,4	-2,4	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
Q3	1,3	1,2	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,1	2,4	1,3	1,7	1,4	1,2	-0,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,7	5,8
2022 Q4	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,7	2,8	1,0	2,6
2023 Q1	1,9	2,2	0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	4,3	1,3	1,9	2,3	1,2	2,1
Q2	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
Q3	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,8	1,3	2,0	1,6	1,4	0,9
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 Q4	0,6	0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 Q1	0,3	0,5	-0,8	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,0
Q2	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,7
Q3	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	1,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,2		48,8		
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,1	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,020	3,4	12,790	7,8	3,2	10,305	6,9	2,485	16,9	6,517	7,4	6,273	8,1	2,4
2022	167,789	3,1	11,339	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,686	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 Q4	168,605	3,0	11,199	6,6	2,5	8,942	5,8	2,257	14,3	5,587	6,2	5,611	7,1	3,1
2023 Q1	169,462	3,0	11,132	6,6	2,5	8,929	5,8	2,203	13,9	5,596	6,2	5,536	7,0	3,1
Q2	169,827	3,0	11,033	6,5	2,3	8,765	5,7	2,268	14,3	5,567	6,2	5,466	6,9	3,0
Q3	169,965	2,9	11,167	6,6	2,3	8,851	5,7	2,316	14,6	5,634	6,2	5,533	6,9	2,9
2023 Juni	-	-	10,956	6,4	-	8,723	5,7	2,233	14,0	5,534	6,1	5,422	6,8	-
Juli	-	-	11,125	6,5	-	8,815	5,7	2,310	14,5	5,616	6,2	5,509	6,9	-
Aug.	-	-	11,016	6,5	-	8,704	5,7	2,311	14,5	5,578	6,2	5,438	6,8	-
Sept.	-	-	11,060	6,5	-	8,730	5,7	2,330	14,6	5,577	6,2	5,483	6,9	-
Okt.	-	-	11,069	6,5	-	8,693	5,6	2,375	14,8	5,570	6,2	5,498	6,9	-
Nov.	-	-	10,970	6,4	-	8,649	5,6	2,321	14,5	5,546	6,1	5,424	6,8	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nicht saisonbereinigt.

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

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe					Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen	
	Insgesamt	Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter								Energie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3	
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,3	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	12,5	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,6	13,4	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,7	-0,6	-1,6	-0,6	3,1	9,1	1,5
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,1	-2,8	-5,1	-2,0	3,4	6,2	15,2
2023 Juli	-2,1	-1,9	-5,1	0,7	-1,4	-6,0	1,7	-0,8	-2,1	1,3	-1,6	3,4	16,5
Aug.	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,4	-1,8	-2,4	0,1	-7,2	2,6	23,6
Sept.	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,9	-0,8	-3,5	-6,6	2,2	8,8
Okt.	-6,6	-7,1	-4,1	-9,7	-7,1	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,8	14,1
Nov.	-6,8	-7,6	-5,2	-10,3	-7,0	0,8	-2,2	-1,1	-0,7	-0,2	-4,5	.	6,0
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,3
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Juli	-1,3	-4,3	0,1	-3,0	0,8	1,0	0,6	0,0	0,2	-0,3	0,3	4,3	
Aug.	0,4	0,3	-0,3	0,5	0,4	-0,2	-1,0	-0,8	-0,5	-0,7	-2,4	0,3	4,2
Sept.	-0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,1	-1,5	0,5	0,0	1,0	-0,8	0,5	-0,2	-1,9
Okt.	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-1,3	0,6	-0,6	0,4	-0,9	1,0	0,1	-0,4	-0,6
Nov.	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	1,0	0,9	-1,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,4	.	1,5
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,3

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,7	-4,3	80,7	-10,7	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
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
2023	96,2	-5,9	.	-17,4	-2,3	-4,3	6,9	.	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 Q1	99,0	0,0	81,3	-19,7	1,2	-1,0	9,0	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,8	-5,1	80,6	-17,0	-0,8	-4,1	7,4	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
Q3	94,0	-9,3	79,7	-16,3	-4,9	-5,2	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
Q4	94,7	-9,3	.	-16,6	-4,5	-6,8	6,3	.	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 Aug.	93,8	-9,9	-	-16,0	-5,3	-5,1	4,8	-	43,5	43,4	47,9	46,7
Sept.	93,6	-8,8	-	-17,7	-5,9	-5,8	4,6	-	43,4	43,1	48,7	47,2
Okt.	93,7	-9,2	79,4	-17,8	-5,3	-7,5	5,1	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
Nov.	94,0	-9,5	-	-16,9	-4,4	-7,1	5,5	-	44,2	44,6	48,7	47,6
Dez.	96,4	-9,2	-	-15,0	-3,6	-5,7	8,4	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 Jan.	.	.	-	-16,1	.	.	.	-	46,6	46,6	48,4	47,9

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 ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 Q4	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,8	1,9
2023 Q1	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,4	-0,3	1,3
Q2	13,9	89,3	1,3	2,1	1,4	3,1	2,3	48,2	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
Q3	14,1	88,1	0,5	1,9	0,9	2,3	0,9	48,2	24,1	68,0	1,5	-9,8	0,7

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q4	1 380,2	1 384,8	-4,6	757,9	757,0	313,0	268,8	266,1	276,5	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 Q1	1 387,6	1 352,0	35,5	749,4	697,7	323,9	298,5	273,7	280,5	40,6	75,3	35,5	30,8
Q2	1 393,6	1 334,1	59,6	719,3	668,1	327,2	295,1	303,2	284,9	43,9	85,9	25,7	21,5
Q3	1 395,2	1 316,7	78,4	709,5	635,9	324,9	297,5	319,1	298,7	41,7	84,6	28,2	17,4
2023 Juni	478,5	442,9	35,6	251,0	222,1	109,9	96,8	103,2	94,6	14,4	29,4	12,7	7,1
Juli	455,1	429,4	25,8	227,1	208,8	108,3	96,1	106,0	95,7	13,7	28,7	7,1	7,0
Aug.	477,6	450,4	27,2	248,0	217,7	108,2	101,1	107,2	103,7	14,1	27,9	7,9	5,5
Sept.	462,4	437,0	25,5	234,3	209,4	108,4	100,3	105,9	99,3	13,8	28,0	13,2	4,9
Okt.	471,8	439,5	32,3	243,9	214,7	108,1	88,8	106,3	108,7	13,6	27,4	10,8	7,8
Nov.	474,8	450,2	24,6	247,6	214,6	113,4	92,9	100,2	116,1	13,6	26,6	9,0	5,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2023 Nov.	5 572,8	5 341,6	231,2	2 916,1	2 671,7	1 299,4	1 161,4	1 189,7	1 181,1	167,5	327,4	150,2	108,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2023 Nov.	39,2	37,8	1,6	20,6	18,9	9,2	8,2	8,4	8,3	1,2	2,3	1,1	0,8

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	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 Q4	15,4	20,3	737,2	362,1	139,6	221,7	606,0	801,1	481,2	115,0	170,3	521,9	97,2
2023 Q1	8,5	1,0	722,5	347,2	138,3	224,5	595,7	729,6	430,3	114,6	161,8	502,7	78,6
Q2	-1,9	-13,8	708,5	331,9	143,8	216,6	588,6	706,2	410,8	113,3	164,8	501,9	73,9
Q3	-5,4	-22,3	702,3	332,0	141,5	214,3	584,4	677,7	390,2	111,0	158,5	486,4	82,4
2023 Juni	0,0	-16,1	236,5	111,6	47,0	71,8	196,8	228,3	131,4	36,5	54,0	163,7	24,4
Juli	-2,7	-18,1	232,9	109,4	46,3	71,4	193,2	228,8	131,6	37,8	54,0	165,4	26,6
Aug.	-3,8	-24,4	235,7	110,7	49,0	71,9	197,3	224,5	128,7	36,7	53,0	161,2	27,3
Sept.	-9,3	-24,0	233,6	111,8	46,2	71,0	193,9	224,5	129,9	36,6	51,5	159,8	28,5
Okt.	-2,5	-16,5	234,6	111,2	47,3	70,3	195,8	223,4	128,8	35,5	52,5	158,5	29,5
Nov.	-4,7	-16,7	236,8	.	.	.	196,5	222,1	.	.	52,5	154,3	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q4	1,8	2,9	107,6	104,6	110,4	117,2	107,3	120,9	118,4	122,1	123,7	121,1	146,0
2023 Q1	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,2	106,3	117,1	115,2	121,9	117,0	118,0	146,0
Q2	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,1	115,6	105,6	116,2	115,4	123,2	119,0	119,9	159,5
Q3	-3,9	-10,4	104,1	100,7	107,6	112,5	104,3	112,6	111,6	119,5	117,1	117,2	173,6
2023 Mai	-2,9	-7,1	106,9	101,1	113,8	117,0	107,7	117,1	115,7	127,4	121,1	121,7	153,5
Juni	0,2	-7,0	105,0	101,1	107,9	115,0	105,6	112,5	112,3	117,2	116,1	116,5	163,6
Juli	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,6	103,4	115,5	114,9	121,8	119,1	119,4	170,2
Aug.	-1,8	-12,0	105,2	100,8	111,9	113,4	105,7	111,6	110,1	118,4	117,9	116,9	175,2
Sept.	-8,1	-13,6	103,8	101,0	104,9	111,4	104,0	110,8	109,9	118,1	114,4	115,3	175,4
Okt.	-1,1	-7,5	103,3	99,7	106,6	110,0	103,5	110,1	108,5	114,9	116,0	115,0	164,2

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Admini- strierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2023)	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,4	2,6	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	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8	
Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,1	1,3	0,7	1,3	1,0	5,0	4,5	
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	1,0	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3	
2023 Juli	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3	
Aug.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,3	-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	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2	
Okt.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6	
Nov.	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,9	-0,1	-2,2	-0,1	2,5	1,5	
Dez.	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohn- mieten
							14	15	16	17	18		19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2023)	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
Q4	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2023 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
Okt.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
Nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
Dez.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
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	7,1	0,6
2022 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	10,0	0,4	-4,9
Q2	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	-1,5	-9,9
Q3	145,9	-10,5	-0,3	1,1	-4,4	4,5	6,4	5,5	4,5	-28,9	4,4	-2,1	.
2023 Juni	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,5	-	-	-
Juli	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,8	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
Aug.	146,0	-11,5	0,0	1,1	-4,6	4,5	6,4	5,5	4,5	-30,6	-	-	-
Sept.	146,7	-12,4	0,0	0,5	-4,8	4,1	5,4	4,3	3,9	-31,2	-	-	-
Okt.	147,1	-9,4	-1,5	-0,2	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,9	-	-	-
Nov.	146,7	-8,8	-1,4	-0,5	-5,3	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,7	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren								Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)					
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾		Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-13,0	-11,7	-14,3	-13,9	-12,6	-15,3
2023 Q1	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
Q2	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
Q3	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	78,5	-9,4	-9,9	-8,8	-10,2	-10,7	-9,6
2023 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,7	-13,2	-15,0	-15,1	-14,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-15,8	-15,9	-15,6	-16,5	-16,0	-17,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,1	-13,9	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,8	-10,4	-13,1	-14,2	-11,7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-9,4	-10,6	-8,1	-10,3	-11,5	-8,9
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-6,4	-4,8	-7,9	-7,1	-6,1	-8,3

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

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,6	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
2023	9,4	28,6	19,4	13,6	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q1	23,7	43,5	25,8	26,9	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,4	29,9	18,1	12,1	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
Q3	3,3	22,1	16,3	6,1	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
Q4	3,1	18,9	17,2	9,3	69,4	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 Aug.	3,1	22,6	16,8	6,5	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
Sept.	3,4	20,7	15,5	6,7	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
Okt.	3,6	19,9	15,8	7,5	72,5	42,5	62,0	46,4	54,1
Nov.	2,4	17,7	17,7	9,0	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
Dez.	3,2	19,0	18,1	11,3	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 Jan.	.	.	.	.	.	43,2	62,8	48,6	56,2

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,7	3,9	1,8
2021	100,9	0,9	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2022 Q4	114,1	5,9	5,3	7,9	5,8	6,2	3,1
2023 Q1	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,4
Q2	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
Q3	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 Q4	116,5	4,7	7,8	3,0	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 Q1	118,9	5,9	4,2	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,7	7,2	3,6	0,0
Q2	119,6	6,3	2,7	7,4	6,4	7,9	4,7	4,8	5,7	6,9	4,9	3,1
Q3	121,6	6,7	4,3	9,7	5,7	8,0	4,3	4,7	4,2	6,8	4,9	3,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 Q4	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 Q1	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	5,0	4,9	4,0	7,0	4,2	5,5
Q2	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,6	4,3	4,1	6,2	5,0	6,1
Q3	123,4	5,3	5,5	5,8	5,3	5,2	5,4	4,3	3,5	6,3	4,5	6,4
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,4	10,3
2022 Q4	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 Q1	101,8	-0,4	1,7	-1,3	-0,9	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
Q2	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,5	-1,5	-0,6	0,1	2,9
Q3	101,5	-1,3	1,2	-3,6	-0,4	-2,6	1,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	3,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 Q4	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 Q1	122,1	4,9	4,7	5,3	4,5	5,6	5,2	4,9	4,4	6,3	4,0	4,5
Q2	122,7	5,3	6,4	4,9	5,1	6,2	5,5	4,2	4,7	6,0	4,5	4,9
Q3	124,6	5,2	5,1	5,7	5,1	5,5	5,5	4,6	4,7	6,1	4,4	5,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 Q4	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,8	-2,0	0,2	1,1	4,7
2023 Q1	103,8	-0,6	1,3	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,0	0,0	-0,5	0,4	4,5
Q2	103,6	-0,9	3,7	-2,3	-1,3	-1,5	0,8	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3	2,2
Q3	103,6	-1,3	1,4	-3,4	-0,7	-2,2	1,7	-0,3	-0,9	-0,7	-0,6	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	SOFR 6	TONAR 7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 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
Okt.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
Nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
Dez.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 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
Okt.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
Nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
Dez.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbraucher- nahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanz- sektor 7	Industrie 8	Techno- logie 9	Versor- gungsun- ternehmen 10	Telekom- munikation 11	Gesund- heits- wesen 12	13	14
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2023 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
Okt.	430,8	4 104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4 269,4	31 381,0
Nov.	448	4 275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4 460,1	32 960,3
Dez.	472	4 508,6	1 019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4 688,4	33 118,0

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren		Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Dez.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	3,99	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	1,20	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,70	3,89	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
April	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,23	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
Mai	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
Juni	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,27	7,02	7,49	7,99	5,12	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
Juli	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
Aug.	0,31	1,50	3,04	3,10	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
Sept.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,76	16,54	8,47	7,83	8,56	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,24	3,89
Okt.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,56	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91
Nov. ^(p)	0,36	1,62	3,32	3,42	7,97	16,65	7,27	7,91	8,54	5,55	4,87	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 Dez.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,55	3,27	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	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
März	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22
April	0,44	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	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,11	4,78
Juli	0,60	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
Aug.	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sept.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Okt.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
Nov. ^(p)	0,83	3,71	3,92	5,32	5,71	5,91	5,79	5,51	5,29	4,53	5,13	5,16	4,36	5,23

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)				Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten			
			FMKGs				FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kurzfristig															
2020	1 489,4	430,3	126,3	51,6	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 406,7	427,2	126,9	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8	
2022	1 372,2	467,9	142,7	51,9	94,7	667,0	621,7	480,9	182,5	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1	
2023 Juli	1 489,0	580,6	138,5	51,4	99,2	670,7	634,6	509,9	187,0	119,4	36,5	56,6	146,9	122,5	
Aug.	1 515,0	593,3	142,2	51,5	99,1	680,4	647,9	518,8	230,4	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3	
Sept.	1 533,6	592,0	138,3	50,4	92,1	711,3	676,2	521,3	213,9	116,1	42,2	46,8	144,5	126,5	
Okt.	1 520,5	577,3	139,1	49,1	95,0	709,1	671,7	486,6	197,8	116,3	37,5	51,0	121,5	92,2	
Nov.	1 531,2	591,7	135,3	48,5	95,6	708,6	667,8	480,0	188,4	120,4	41,4	44,9	126,2	100,2	
Dez.	1 486,5	582,5	126,3	45,1	82,9	694,7	657,2	307,4	134,1	72,6	30,3	30,3	70,4	58,1	
Langfristig															
2020	19 284,3	4 076,4	3 096,8	1 254,1	1 545,4	10 565,6	9 778,7	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 916,6	4 182,2	3 371,8	1 341,1	1 599,6	10 762,9	9 941,9	316,3	67,9	83,4	33,6	23,1	141,8	128,3	
2022	17 900,6	3 972,6	3 260,6	1 339,8	1 396,4	9 271,0	8 559,2	298,8	78,5	73,1	29,2	16,6	130,6	121,2	
2023 Juli	18 786,8	4 296,4	3 372,3	1 374,6	1 432,1	9 686,0	8 965,9	347,6	140,9	55,7	15,8	18,8	132,2	127,4	
Aug.	18 814,9	4 311,3	3 364,2	1 357,6	1 427,2	9 712,2	8 989,7	205,9	52,3	47,8	12,0	8,4	97,4	93,9	
Sept.	18 674,8	4 299,1	3 401,7	1 362,6	1 429,5	9 544,5	8 830,9	351,9	91,3	93,6	21,4	29,3	137,8	127,8	
Okt.	18 713,3	4 346,0	3 399,4	1 359,1	1 430,4	9 537,6	8 825,2	335,9	93,7	70,3	19,7	14,4	157,6	151,4	
Nov.	19 089,1	4 419,2	3 416,8	1 335,2	1 465,0	9 788,1	9 066,8	307,5	86,7	87,6	20,9	27,1	106,1	101,2	
Dez.	19 571,1	4 510,2	3 451,3	1 326,7	1 508,4	10 101,2	9 361,0	199,2	66,9	46,4	12,0	17,2	68,8	67,2	

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten					
			FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2020	20 773,7	4 506,7	3 223,1	1 305,7	1 642,1	11 401,8	10 501,2	8 521,7	473,8	1 339,2	6 707,7
2021	21 323,3	4 609,4	3 498,7	1 391,1	1 687,6	11 527,6	10 616,8	10 375,3	600,0	1 549,5	8 224,7
2022	19 272,9	4 440,5	3 403,3	1 391,7	1 491,0	9 938,0	9 180,9	8 718,4	524,9	1 355,0	6 837,9
2023 Juli	20 275,8	4 877,0	3 510,9	1 426,0	1 531,3	10 356,7	9 600,5	9 803,6	619,1	1 524,4	7 659,6
Aug.	20 330,0	4 904,6	3 506,4	1 409,1	1 526,3	10 392,6	9 637,7	9 529,8	582,2	1 493,1	7 454,0
Sept.	20 208,4	4 891,1	3 540,0	1 412,9	1 521,5	10 255,8	9 507,1	9 164,7	576,1	1 424,2	7 163,9
Okt.	20 233,8	4 923,3	3 538,5	1 408,2	1 525,4	10 246,6	9 496,9	8 785,7	558,6	1 367,3	6 859,4
Nov.	20 620,3	5 010,9	3 552,0	1 383,7	1 560,6	10 496,7	9 734,6	9 403,0	611,2	1 462,1	7 329,3
Dez.	21 057,5	5 092,7	3 577,6	1 371,8	1 591,3	10 795,8	10 018,2	9 700,5	622,9	1 476,0	7 601,1
Wachstumsraten¹⁾											
2023 Mai	4,5	9,1	3,2	2,1	0,5	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
Juni	5,3	10,3	4,1	3,4	0,8	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,7	-1,3
Juli	6,0	12,2	4,0	2,1	1,6	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3
Aug.	5,9	12,2	3,9	1,8	0,9	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
Sept.	6,4	11,1	4,9	3,7	1,4	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,9	-1,1
Okt.	6,0	10,7	4,8	3,3	1,9	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,7	-1,5
Nov.	5,4	10,1	3,6	0,1	2,0	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4
Dez.	5,7	11,7	3,1	-1,5	1,9	4,6	5,0	-1,3	-2,9	0,8	-1,6

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-18						EWK-41	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2021	99,6	93,7	93,5	89,4	68,4	86,9	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	84,4	63,8	82,2	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	.	.	.	121,8	94,7
2023 Q1	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	84,8	119,4	93,4
Q2	98,2	93,8	98,0	88,0	65,0	85,2	121,4	94,6
Q3	98,9	94,9	98,8	88,6	65,2	86,7	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,4	.	.	.	123,0	95,1
2023 Juli	99,2	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,2
Aug.	99,0	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,1
Sept.	98,5	94,6	98,5	-	-	-	123,0	95,5
Okt.	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
Nov.	98,7	94,6	98,8	-	-	-	123,4	95,3
Dez.	98,2	94,0	98,4	-	-	-	123,2	94,9
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2023 Dez.	-0,5	-0,7	-0,4	-	-	-	-0,2	-0,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2023 Dez.	1,5	1,5	2,7	-	-	-	3,9	2,2

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sicher Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
Q3	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
Q4	7,771	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2023 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
Okt.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
Nov.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
Dez.	7,787	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2023 Dez.	-0,3	0,0	0,0	0,7	-2,9	-1,6	-1,0	0,0	-3,0	-2,0	0,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2023 Dez.	5,4	0,9	0,2	-6,3	10,1	-7,5	0,9	1,0	2,0	-4,3	3,0

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2022 Q4	31 081,0	30 811,8	269,2	12 269,1	10 087,5	11 099,7	12 824,9	18,4	6 579,6	7 899,5	1 114,2	15 838,2
2023 Q1	31 597,9	31 462,3	135,6	12 277,8	10 022,2	11 332,6	13 396,9	-9,4	6 863,4	8 043,2	1 133,5	16 089,2
Q2	31 742,7	31 558,7	184,1	12 170,2	9 895,0	11 711,0	13 708,1	-34,9	6 790,7	7 955,6	1 105,7	16 057,7
Q3	31 882,7	31 556,1	326,7	12 247,4	9 999,7	11 762,3	13 707,3	-57,7	6 816,7	7 849,1	1 114,1	16 042,7
Bestände in % des BIP												
2023 Q3	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
Transaktionen												
2022 Q4	-514,9	-575,6	60,7	-250,0	-282,3	101,0	87,6	0,1	-375,2	-380,9	9,2	-
2023 Q1	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
Q2	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
Q3	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
2023 Juni	24,7	-54,5	79,2	-8,3	-88,3	100,2	147,3	-10,7	-58,8	-113,5	2,4	-
Juli	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
Aug.	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
Sept.	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
Okt.	9,5	-12,7	22,2	-48,3	-64,8	-19,8	-6,8	17,1	56,7	58,9	3,7	-
Nov.	100,3	29,3	71,0	20,7	24,0	59,4	7,9	1,9	16,8	-2,6	1,5	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2023 Nov.	58,1	-286,2	344,3	-341,3	-434,9	457,4	408,8	18,2	-67,3	-260,2	-8,9	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2023 Nov.	0,4	-2,0	2,4	-2,4	-3,1	3,2	2,9	0,1	-0,5	-1,8	-0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5									
Bestände													
2020	1 364,0	8 905,5	10 269,5	1 028,8	2 448,9	3 477,7	13 747,1	102,2	624,5	9,4	736,1	14 483,2	
2021	1 470,4	9 825,2	11 295,6	918,8	2 504,9	3 423,7	14 719,3	118,7	644,1	25,3	788,1	15 507,4	
2022	1 539,5	9 763,4	11 302,9	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,7	
2022 Q4	1 539,5	9 763,4	11 302,9	1 382,1	2 563,9	3 946,0	15 248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16 068,7	
2023 Q1	1 542,2	9 456,4	10 998,5	1 633,7	2 548,0	4 181,7	15 180,2	102,6	676,7	91,5	870,7	16 050,9	
Q2	1 535,3	9 178,3	10 713,6	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 096,5	114,4	695,9	83,8	894,2	15 990,7	
Q3	1 535,6	8 985,4	10 521,1	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 072,7	131,0	714,4	75,7	921,2	15 993,9	
2023 Juni	1 535,3	9 178,3	10 713,6	1 865,1	2 517,8	4 382,9	15 096,5	114,4	695,9	83,8	894,2	15 990,7	
Juli	1 534,5	9 084,0	10 618,5	1 922,2	2 506,8	4 428,9	15 047,4	121,8	694,6	77,8	894,2	15 941,6	
Aug.	1 534,0	9 008,9	10 542,9	1 993,8	2 485,1	4 478,9	15 021,9	122,0	699,5	84,3	905,8	15 927,7	
Sept.	1 535,6	8 985,4	10 521,1	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 072,7	131,0	714,4	75,7	921,2	15 993,9	
Okt.	1 536,0	8 868,5	10 404,5	2 168,9	2 453,3	4 622,2	15 026,7	144,3	711,8	90,1	946,1	15 972,9	
Nov. ^(a)	1 534,0	8 840,0	10 374,0	2 231,5	2 447,0	4 678,5	15 052,5	161,4	719,6	74,0	955,0	16 007,5	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	139,5	1 266,9	1 406,4	-33,3	85,9	52,6	1 459,0	19,8	110,1	2,2	132,0	1 591,1	
2021	107,7	910,7	1 018,4	-121,0	65,7	-55,3	963,1	12,3	20,3	13,2	45,8	1 008,9	
2022	69,2	-45,8	23,4	428,9	55,5	484,3	507,7	3,9	2,4	76,6	82,8	590,5	
2022 Q4	1,9	-331,4	-329,5	205,9	10,1	216,0	-113,6	6,2	43,0	0,7	50,0	-63,6	
2023 Q1	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9	
Q2	-6,9	-276,4	-283,3	226,7	-30,2	196,5	-86,9	11,9	19,2	-5,3	25,8	-61,1	
Q3	0,3	-202,2	-202,0	224,0	-52,1	171,9	-30,1	16,0	18,2	-8,9	25,3	-4,7	
2023 Juni	-1,7	-91,8	-93,5	94,3	-11,3	83,1	-10,4	2,4	5,8	-5,1	3,1	-7,3	
Juli	-0,9	-91,3	-92,2	58,6	-11,0	47,6	-44,6	7,7	-1,4	-5,0	1,3	-43,3	
Aug.	-0,4	-82,4	-82,9	75,9	-21,7	54,2	-28,7	-0,1	4,8	4,8	9,4	-19,2	
Sept.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-8,6	14,6	57,8	
Okt.	0,4	-114,8	-114,4	83,5	-12,3	71,2	-43,2	13,3	-2,7	13,2	23,7	-19,4	
Nov. ^(a)	-2,0	-22,0	-24,0	66,0	-6,2	59,8	35,9	17,8	7,7	-16,0	9,5	45,3	
Wachstumsraten													
2020	11,4	16,4	15,8	-3,1	3,6	1,5	11,8	24,5	21,2	-	21,7	12,3	
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	7,0	
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8	
2022 Q4	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8	
2023 Q1	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0	
Q2	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5	
Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2	
2023 Juni	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5	
Juli	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-1,0	23,9	-1,4	-1,7	16,7	226,2	21,1	-0,4	
Aug.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	162,5	20,4	-1,3	
Sept.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2	
Okt.	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,5	264,2	22,9	-1,0	
Nov. ^(a)	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,8	18,2	13,0	95,3	17,9	-0,9	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2020	2 966,2	2 513,8	308,9	140,0	3,5	7 664,8	4 965,6	438,4	2 260,0	0,9	1 118,3	237,4	498,6
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 087,9	5 380,8	374,1	2 332,3	0,7	1 275,4	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,5	497,6	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,0	236,9	560,6
2022 Q4	3 360,4	2 721,5	497,6	134,9	6,4	8 373,7	5 536,8	444,9	2 391,1	0,9	1 302,0	236,9	560,6
2023 Q1	3 332,6	2 595,7	595,6	132,6	8,6	8 377,5	5 433,2	566,2	2 377,1	0,9	1 227,4	230,5	572,6
Q2	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,3	229,1	564,0
Q3	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,4	5 205,9	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,3
2023 Juni	3 333,1	2 502,4	687,7	132,0	11,0	8 364,2	5 311,8	701,6	2 349,9	0,8	1 185,3	229,1	564,0
Juli	3 310,4	2 467,9	700,2	131,6	10,7	8 363,4	5 269,6	755,0	2 338,0	0,8	1 180,3	216,6	564,1
Aug.	3 314,9	2 452,4	719,7	132,1	10,8	8 360,0	5 238,0	804,5	2 316,7	0,8	1 157,2	217,5	560,3
Sept.	3 322,6	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 351,4	5 205,9	847,5	2 297,1	0,8	1 216,1	212,6	565,3
Okt.	3 326,2	2 413,7	768,3	131,4	12,9	8 345,9	5 149,9	909,0	2 286,3	0,7	1 205,7	210,4	546,7
Nov. ^(p)	3 328,7	2 408,1	772,2	132,0	16,4	8 363,4	5 114,8	969,0	2 278,8	0,8	1 226,1	223,4	538,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	510,7	465,0	55,6	-6,9	-3,0	612,6	561,7	-53,7	104,6	0,0	159,6	20,9	35,5
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	161,7	-10,4	46,0
2022	121,5	-89,4	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,5	8,2	14,6
2022 Q4	8,6	-104,7	113,4	1,5	-1,7	30,7	-52,9	75,1	8,6	-0,1	-153,8	-6,2	11,6
2023 Q1	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
Q2	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-11,3
Q3	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,9	-111,3	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	1,1
2023 Juni	17,7	-26,8	44,5	0,0	0,0	-4,2	-41,4	47,6	-10,4	-0,1	-26,5	1,9	4,8
Juli	-20,8	-33,3	13,0	-0,3	-0,2	-0,2	-41,9	53,7	-12,0	0,0	-2,8	-12,4	0,1
Aug.	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-22,9	0,6	-4,0
Sept.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
Okt.	5,4	-23,7	31,4	-0,4	-1,9	-5,3	-55,9	61,5	-10,8	-0,1	-9,7	-2,0	-18,6
Nov. ^(p)	6,8	-2,8	5,1	0,7	3,7	18,8	-34,4	60,5	-7,4	0,1	24,9	13,5	-8,2
Wachstumsraten													
2020	20,6	22,5	21,6	-4,6	-45,1	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	15,9	9,6	7,7
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,4	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,7
2022 Q4	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,7
2023 Q1	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,2
Q2	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,4
Q3	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
2023 Juni	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,4
Juli	-0,6	-14,0	118,3	1,9	12,7	0,6	-5,7	111,8	-1,1	6,4	-15,3	-9,3	-1,8
Aug.	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,4
Sept.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
Okt.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,0	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
Nov. ^(p)	-1,8	-12,9	59,1	1,1	102,5	-0,3	-8,5	131,9	-4,3	-18,6	-8,3	-9,1	-4,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen			
												Bereinigte Kredite ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2020	5 898,2	996,3	4 889,9	14 325,2	11 917,4	12 294,2	4 709,1	6 132,1	908,1	168,1	1 543,2	864,5
2021	6 531,5	994,3	5 535,3	14 805,8	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 577,2	888,1
2022	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,4	6 632,1	1 079,1	147,6	1 563,7	836,3
2022 Q4	6 361,6	1 004,6	5 332,0	15 390,1	12 990,2	13 183,7	5 131,4	6 632,1	1 079,1	147,6	1 563,7	836,3
2023 Q1	6 353,2	995,3	5 333,0	15 426,3	13 019,5	13 214,7	5 136,1	6 665,6	1 076,5	141,4	1 556,9	849,9
Q2	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
Q3	6 211,4	989,2	5 197,2	15 428,9	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,2	137,2	1 576,8	874,6
2023 Juni	6 275,3	986,6	5 263,3	15 426,5	12 982,2	13 210,7	5 126,9	6 634,3	1 078,5	142,5	1 575,1	869,3
Juli	6 239,5	984,3	5 229,8	15 438,4	12 988,8	13 215,7	5 125,2	6 628,6	1 099,6	135,4	1 573,3	876,4
Aug.	6 256,9	987,3	5 244,5	15 414,5	12 963,8	13 186,6	5 119,9	6 632,8	1 079,9	131,2	1 573,7	877,1
Sept.	6 211,4	989,2	5 197,2	15 428,9	12 977,5	13 194,2	5 114,6	6 633,5	1 092,2	137,2	1 576,8	874,6
Okt.	6 196,3	987,3	5 183,9	15 451,3	13 008,6	13 224,3	5 112,7	6 641,7	1 119,1	135,1	1 562,4	880,3
Nov. ⁽⁶⁾	6 213,5	985,9	5 202,4	15 489,3	13 036,2	13 247,1	5 121,3	6 652,3	1 128,5	134,1	1 575,2	877,9
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2020	1 037,1	12,8	1 024,1	736,4	538,3	558,9	288,5	209,1	22,6	18,0	170,0	28,1
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,6	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	-6,4
2022 Q4	31,1	3,0	27,5	20,1	-7,8	37,8	-6,5	26,8	-16,2	-11,8	15,7	12,1
2023 Q1	-72,9	-17,5	-55,3	2,5	3,7	7,7	-2,2	14,8	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
Q2	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-1,0	-5,2	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
Q3	-19,1	1,6	-20,4	8,0	-0,2	-11,6	-8,5	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
2023 Juni	10,8	-3,7	14,7	-8,3	-10,3	-13,1	-3,6	3,9	-11,9	1,3	-1,9	3,9
Juli	-34,9	-2,4	-32,6	15,0	11,0	8,5	0,7	-4,8	22,1	-7,0	-2,1	6,0
Aug.	14,9	2,4	12,9	-23,5	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,1	-4,3	0,3	0,3
Sept.	1,0	1,6	-0,6	16,5	12,9	7,8	-5,3	2,2	10,1	6,0	4,1	-0,5
Okt.	-16,6	0,8	-17,6	31,7	36,9	34,1	2,5	9,9	26,3	-1,8	-13,3	8,2
Nov. ⁽⁶⁾	-25,9	-1,9	-24,0	38,3	36,3	30,6	12,6	12,3	12,3	-0,8	9,5	-7,5
Wachstumsraten												
2020	22,1	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,5	10,2	11,4	3,3
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 Q4	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Q1	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
Q3	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
2023 Juni	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
Juli	-2,8	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,7	1,7	0,7	3,2	-15,0	1,1	5,4
Aug.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
Sept.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
Okt.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
Nov. ⁽⁶⁾	-3,0	-1,7	-3,3	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	3,4	-10,5	0,9	3,9

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 Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2020	4 709,1	4 830,6	897,6	1 008,9	2 802,6	6 132,1	6 401,8	700,5	4 724,9	706,7
2021	4 864,8	4 995,8	889,0	1 005,2	2 970,7	6 372,6	6 637,3	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 131,4	5 139,0	967,2	1 078,9	3 085,3	6 632,1	6 831,4	717,2	5 214,6	700,3
2022 Q4	5 131,4	5 139,0	967,2	1 078,9	3 085,3	6 632,1	6 831,4	717,2	5 214,6	700,3
2023 Q1	5 136,1	5 150,3	940,7	1 092,7	3 102,6	6 665,6	6 870,6	723,6	5 236,0	706,0
Q2	5 126,9	5 147,0	924,2	1 088,2	3 114,5	6 634,3	6 868,1	726,0	5 207,9	700,4
Q3	5 114,6	5 124,5	902,8	1 085,3	3 126,5	6 633,5	6 863,0	731,6	5 210,5	691,4
2023 Juni	5 126,9	5 147,0	924,2	1 088,2	3 114,5	6 634,3	6 868,1	726,0	5 207,9	700,4
Juli	5 125,2	5 144,4	919,8	1 088,6	3 116,8	6 628,6	6 863,4	727,4	5 205,0	696,2
Aug.	5 119,9	5 124,1	902,0	1 085,1	3 132,8	6 632,8	6 863,9	729,8	5 209,0	694,0
Sept.	5 114,6	5 124,5	902,8	1 085,3	3 126,5	6 633,5	6 863,0	731,6	5 210,5	691,4
Okt.	5 112,7	5 121,0	897,3	1 087,7	3 127,7	6 641,7	6 862,1	731,0	5 222,8	688,0
Nov. ^(p)	5 121,3	5 136,8	904,8	1 088,0	3 128,6	6 652,3	6 866,8	731,6	5 231,5	689,1
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	288,5	325,6	-53,8	138,4	203,9	209,1	193,4	-11,7	210,7	10,2
2021	176,9	208,8	-1,6	2,3	176,1	261,7	266,8	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	309,7	78,6	77,7	113,6	242,0	249,5	22,6	218,5	1,0
2022 Q4	-6,5	22,8	-28,7	18,6	3,6	26,8	35,6	4,9	22,5	-0,7
2023 Q1	-2,2	5,7	-24,1	11,1	10,9	14,8	22,0	4,6	15,0	-4,7
Q2	-5,2	-1,2	-15,1	-2,9	12,8	-28,6	-0,6	3,9	-27,6	-4,9
Q3	-8,5	-18,8	-21,8	-3,3	16,6	1,6	-2,2	7,6	2,7	-8,8
2023 Juni	-3,6	-2,3	-0,5	-6,6	3,4	3,9	-1,5	0,5	4,1	-0,7
Juli	0,7	-0,9	-3,1	0,6	3,2	-4,8	-3,7	2,3	-2,9	-4,2
Aug.	-3,9	-18,7	-18,9	-3,2	18,3	4,2	0,6	2,7	3,9	-2,3
Sept.	-5,3	0,8	0,1	-0,6	-4,9	2,2	1,0	2,6	1,8	-2,2
Okt.	2,5	-0,3	-4,2	3,2	3,5	9,9	0,3	0,2	12,4	-2,7
Nov. ^(p)	12,6	19,6	10,4	0,2	2,0	12,3	5,9	1,1	9,3	1,9
Wachstumsraten										
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2022 Q4	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2023 Q1	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
Q2	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Q3	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
2023 Juni	2,5	3,1	-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	2,6	0,8	-2,1
Aug.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
Sept.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
Okt.	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
Nov. ^(p)	-0,4	0,0	-7,6	1,6	1,2	0,2	0,5	2,6	0,3	-2,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2020	711,2	6 952,7	1 915,1	42,1	1 988,5	3 006,9	1 441,7	482,0	136,7	141,1
2021	736,9	6 881,5	1 838,9	37,1	1 994,5	3 010,9	1 377,6	411,1	128,5	136,8
2022	649,3	6 746,9	1 782,6	45,9	2 116,1	2 802,4	1 333,4	379,7	137,8	147,6
2022 Q4	649,3	6 746,9	1 782,6	45,9	2 116,1	2 802,4	1 333,4	379,7	137,8	147,6
2023 Q1	574,1	6 915,1	1 791,9	55,5	2 171,6	2 896,2	1 426,2	334,4	152,1	165,8
Q2	485,8	6 985,6	1 806,8	61,4	2 231,2	2 886,2	1 465,2	295,1	168,6	172,6
Q3	456,3	7 137,8	1 825,0	72,9	2 361,9	2 878,0	1 635,2	312,4	153,8	163,3
2023 Juni	485,8	6 985,6	1 806,8	61,4	2 231,2	2 886,2	1 465,2	295,1	168,6	172,6
Juli	464,6	7 096,6	1 807,0	64,5	2 319,6	2 905,5	1 547,9	277,0	153,8	156,4
Aug.	439,8	7 138,3	1 807,1	68,0	2 340,6	2 922,5	1 580,4	253,9	165,9	161,8
Sept.	456,3	7 137,8	1 825,0	72,9	2 361,9	2 878,0	1 635,2	312,4	153,8	163,3
Okt.	440,3	7 220,0	1 819,7	77,6	2 410,7	2 912,0	1 738,3	247,1	163,1	151,4
Nov. ^(p)	407,8	7 257,8	1 811,2	83,7	2 426,4	2 936,5	1 777,6	192,6	170,4	162,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	288,3	-36,9	-14,8	-8,0	-101,4	87,3	-66,8	135,9	-43,6	-47,5
2021	26,3	-38,6	-74,9	-5,0	-40,0	81,4	-111,2	-118,2	-8,3	-4,3
2022	-84,5	37,7	-89,7	-4,4	14,8	117,0	-70,5	-196,4	10,5	17,9
2022 Q4	2,2	57,9	-12,4	1,1	50,5	18,7	49,2	-103,9	-10,2	1,0
2023 Q1	-81,9	89,3	5,9	5,0	67,3	11,2	63,7	-43,8	15,0	18,9
Q2	-88,1	95,1	13,9	6,1	60,1	15,0	93,0	-72,9	16,5	6,7
Q3	-29,7	90,5	17,3	11,4	38,5	23,4	128,1	-60,8	-13,0	-6,0
2023 Juni	-13,0	31,2	2,9	2,6	24,4	1,3	37,9	-29,4	-5,4	-11,5
Juli	-21,2	29,2	0,8	3,0	16,1	9,3	42,1	-57,5	-14,8	-16,2
Aug.	-24,8	27,1	0,1	3,5	15,6	7,9	28,1	-36,4	12,1	5,4
Sept.	16,3	34,2	16,3	4,9	6,8	6,3	57,9	33,1	-10,3	4,8
Okt.	-16,1	34,5	-4,4	4,7	26,1	8,0	61,5	-77,6	9,3	-12,0
Nov. ^(p)	-32,5	31,9	-7,1	6,1	32,4	0,6	54,9	-22,6	7,3	10,7
Wachstumsraten										
2020	82,2	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	3,7	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 Q4	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,4	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
Q2	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Q3	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
2023 Juni	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
Juli	-38,9	4,0	-1,5	32,5	9,7	2,7	-	-	-10,9	-1,6
Aug.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	2,9	-	-	5,9	11,5
Sept.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
Okt.	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
Nov. ^(p)	-40,3	5,5	1,2	68,3	11,1	2,9	-	-	7,5	-2,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0
Q2	-3,8	.	.	.	.	-2,1
Q3	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben	
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben			
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge		5	6	7	8	Arbeitnehmer- entgelt		Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	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 Q4	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1	
2023 Q1	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1	
Q2	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1	
Q3	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0	

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

6.3 Verschuldung

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

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

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾ (in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	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	12,7	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 Q3	13,0	11,7	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	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
Q2	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
2023 Juli	13,6	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.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
Sept.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,7	3,4	1,5
Okt.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,2	1,9	2,0	1,7	3,5	1,7
Nov.	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
Dez.	13,8	12,5	4,4	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	2,1	2,0	1,7	3,6	1,9

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

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

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2024

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

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 24. Januar 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-24-001-DE-N (Online-Version)