



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2025



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunktorentwicklung	13
3 Preise und Kosten	21
4 Finanzmarktentwicklungen	28
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	32
Kästen	41
1 Inflationssichten im Dienstleistungssektor in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich	41
2 Steigen die Realeinkommen oder nicht? Wahrnehmung der privaten Haushalte und deren Bedeutung für den Konsum	48
3 Die Rolle der Demografie bei der jüngsten Entwicklung der Arbeitslosenquote	53
4 Die wirtschaftlichen Auswirkungen von Überschwemmungen	59
5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	65
6 Änderungen am Sicherheitenrahmen des Eurosystems im Sinne einer stärkeren Harmonisierung	72
7 Von Pressekonferenzen bis hin zu Reden: Wie wirkt sich die geldpolitische Kommunikation der EZB aus?	76
8 Schätzungen des natürlichen Zinssatzes für den Euroraum: Erkenntnisse, Unsicherheiten und Unzulänglichkeiten	81
Aufsätze	88
1 Ein wettbewerbsfähiges Europa – die Rolle der Institutionen und Argumente für Strukturreformen	88
2 Lohnentwicklung während und nach der Hochinflationsphase	106
3 Bedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU und ihre Finanzierung	129
Statistik	145

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 30. Januar 2025, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – der Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationssaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider.

Der Disinflationprozess schreitet gut voran. Die Inflation hat sich im Wesentlichen weiterhin im Einklang mit den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024 entwickelt und dürfte im Jahresverlauf 2025 zum mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats von 2 % zurückkehren. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des Zielwerts einpendeln wird. Die Binneninflation bleibt hoch. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Löhne und Preise in bestimmten Sektoren derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den starken Inflationsanstieg in der Vergangenheit anpassen. Das Lohnwachstum lässt jedoch wie erwartet nach, und Gewinne federn die Auswirkungen auf die Inflation teilweise ab.

Aufgrund der vorangegangenen Zinssenkungen des EZB-Rats vergünstigt sich die Aufnahme neuer Kredite für Unternehmen und private Haushalte allmählich. Zugleich sind die Finanzierungsbedingungen nach wie vor restriktiv; dies liegt auch daran, dass die Geldpolitik restriktiv bleibt und sich frühere Zinserhöhungen noch immer auf den Kreditbestand auswirken. So werden einige fällig werdende Kredite zu höheren Zinsen verlängert. Die Wirtschaft hat weiterhin Gegenwind, doch steigende Realeinkommen und die allmählich nachlassenden Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik dürften mit der Zeit ein Anziehen der Nachfrage begünstigen.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationssaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Konjunkturentwicklung

Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge hat die Wirtschaft im vierten Quartal 2024 stagniert. Sie dürfte sich auf kurze Sicht weiter schwach entwickeln. Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das verarbeitende Gewerbe weiter schrumpft, während der Dienstleistungssektor expandiert. Das Verbrauchervertrauen ist fragil, und der Anstieg der realen Einkommen hat die privaten Haushalte noch nicht ausreichend ermutigt, ihre Ausgaben deutlich zu steigern.

Dennoch sind die Bedingungen für eine Erholung nach wie vor gegeben. Zwar hat sich der Arbeitsmarkt in den letzten Monaten abgeschwächt, er zeigt sich aber weiterhin robust. Die Arbeitslosenquote bleibt mit 6,3 % im Dezember niedrig. Ein solider Stellenmarkt und höhere Einkommen dürften das Verbrauchervertrauen stärken und einen Anstieg der Ausgaben ermöglichen. Mit der Zeit dürften erschwinglichere Kredite darüber hinaus den Konsum und die Investitionen ankurbeln. Die Exporte sollten angesichts einer steigenden weltweiten Nachfrage die Erholung unterstützen, sofern die Handelsspannungen nicht eskalieren.

Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen dürften die Wirtschaft produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger machen. Der EZB-Rat begrüßt den „Kompass für Wettbewerbsfähigkeit“ der Europäischen Kommission, der einen konkreten Maßnahmenfahrplan vorsieht. Es ist von entscheidender Bedeutung, den Vorschlägen von Mario Draghi zur Steigerung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit und denen von Enrico Letta zur Stärkung des Binnenmarkts weitere konkrete und ehrgeizige strukturpolitische Maßnahmen folgen zu lassen. Die Regierungen sollten ihre Verpflichtungen gemäß dem EU-Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung vollständig und unverzüglich erfüllen. Dies wird dazu beitragen, die Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken und gleichzeitig wachstumsfördernde Reformen und Investitionen zu priorisieren.

Inflation

Die jährliche Inflationsrate erhöhte sich von 2,2 % im November 2024 auf 2,4 % im Dezember. Wie in den beiden Vormonaten war der Anstieg erwartet worden. Er lag in erster Linie darin begründet, dass vorangegangene starke Rückgänge der Energiepreise aus den Berechnungen herausfielen. Zusammen mit einem im Dezember verzeichneten Anstieg gegenüber dem Vormonat führte dies zu etwas höheren Energiepreisen auf Jahresbasis. Zuvor waren die Energiepreise vier Monate in Folge gesunken. Bei Nahrungsmitteln verringerte sich die Teuerung leicht auf 2,6 %, bei Waren ging sie geringfügig auf 0,5 % zurück. Der Preisauftrieb bei Dienstleistungen erhöhte sich leicht auf 4,0 %.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats entwickelt. Die Binneninflation, die der Teuerung bei Dienstleistungen eng folgt, ist nach wie vor hoch, da sich die Löhne und einige Dienstleistungspreise derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den zurückliegenden Inflationsschub

anpassen. Gleichzeitig deuten die jüngsten Signale darauf hin, dass die Abschwächung des Lohndrucks anhält und die Gewinne eine Pufferfunktion haben.

Den Erwartungen des EZB-Rats zufolge wird die Inflation kurzfristig um das aktuelle Niveau schwanken. Danach sollte sie sich nachhaltig um den mittelfristigen Zielwert von 2 % einpendeln. Der nachlassende Arbeitskostendruck und die anhaltende Wirkung der vorangegangenen geldpolitischen Straffung durch den EZB-Rat auf die Verbraucherpreise dürften diesen Prozess unterstützen. Während sich die im Herbst 2024 verzeichneten Rückgänge der marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs größtenteils wieder umgekehrt haben, liegen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin bei rund 2 %.

Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Größere Spannungen im Welthandel könnten das Wachstum im Euroraum belasten, da sie zu sinkenden Exporten und einer Abschwächung der globalen Konjunktur führen könnten. Ein geringeres Vertrauen könnte zur Folge haben, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholen wie erwartet. Dies könnte durch geopolitische Risiken verstärkt werden, zu denen etwa der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten zählen. Dadurch könnten Energielieferungen gestört und der Welthandel weiter belastet werden. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung länger anhalten als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn günstigere Finanzierungsbedingungen und eine sinkende Inflation eine raschere Erholung der inländischen Konsum- und Investitionsausgaben ermöglichen.

Die Inflation könnte höher ausfallen, wenn die Löhne oder die Gewinne deutlicher steigen als erwartet. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergeben sich auch aus den erhöhten geopolitischen Spannungen. Diese könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnten Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klimakrise allgemein dazu führen, dass die Nahrungsmittelpreise stärker steigen als erwartet. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn ein geringes Vertrauen sowie Bedenken bezüglich geopolitischer Ereignisse dazu führen, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholen wie antizipiert, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt. Größere Spannungen im Welthandel könnten zu mehr Unsicherheit bei den Inflationsaussichten im Euroraum führen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen im Euroraum sind seit der Sitzung des EZB-Rats am 12. Dezember 2024 gestiegen, was teilweise die höheren Zinsen an den globalen Finanzmärkten

widerspiegelt. Trotz der weiterhin restriktiven Finanzierungsbedingungen wird die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte aufgrund der Zinssenkungen des EZB-Rats allmählich günstiger.

Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite verringerte sich im November auf 4,5 %, während die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung nach wie vor bei 3,6 % lagen. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite sank leicht auf 3,5 %.

Das Wachstum der Bankkredite an Unternehmen erhöhte sich bei kräftigen monatlichen Zuflüssen im Dezember auf 1,5 % nach 1,0 % im November. Die jährliche Wachstumsrate der von Unternehmen emittierten Schuldverschreibungen verringerte sich auf 3,2 %. Der allmähliche Anstieg der Vergabe von Hypothekarkrediten setzte sich mit einer Jahreswachstumsrate von 1,1 % fort, blieb aber insgesamt verhalten.

Wie die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2025 zeigt, haben sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2024 erneut verschärft, nachdem sie sich in den vorangegangenen vier Quartalen weitgehend stabilisiert hatten. Die neuerliche Verschärfung ist vor allem darauf zurückzuführen, dass den Banken die Risiken ihrer Kunden zunehmend Sorgen bereiten und sie weniger gewillt sind, selbst Risiken einzugehen. Die Kreditnachfrage der Unternehmen erhöhte sich im vierten Quartal leicht, blieb aber insgesamt schwach. Die Richtlinien für Hypothekarkredite blieben weitgehend unverändert, nachdem sie zuvor drei Quartale in Folge gelockert worden waren. Die Nachfrage nach diesen Krediten zog – vor allem aufgrund der attraktiveren Zinssätze – wieder stark an.

Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 5. Februar 2025 auf 2,75 %, 2,90 % bzw. 3,15 % gesenkt.

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

Die Banken zahlten die verbleibenden Beträge, die im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aufgenommen worden waren, am 18. Dezember 2024 zurück. Damit ging dieser Teil des Bilanznormalisierungsprozesses zu Ende.

Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 30. Januar 2025, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der

Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – der Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Der EZB-Rat ist in jedem Fall bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert zu sorgen und die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

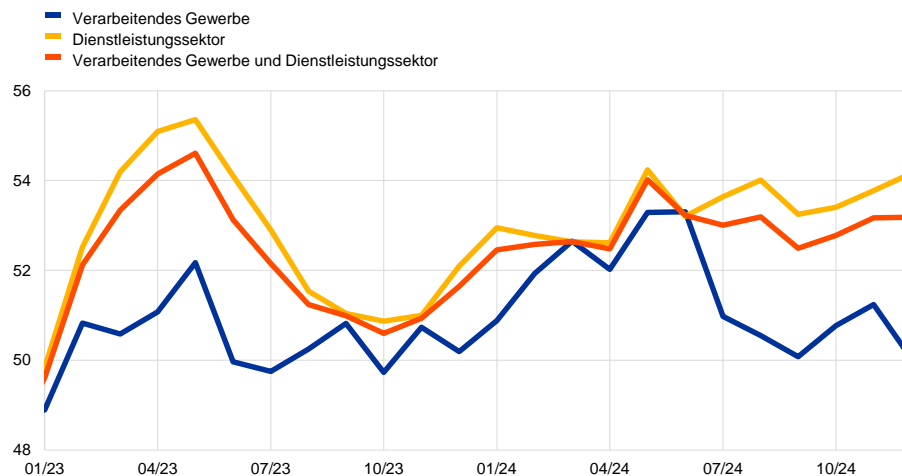
Im Berichtszeitraum vom 12. Dezember 2024 bis zum 29. Januar 2025 entwickelte sich die Weltwirtschaft anhaltend robust, wenngleich auf sektoraler und regionaler Ebene Unterschiede zu verzeichnen waren. Das Wachstum des Welthandels schwächte sich Ende 2024 ab. Allerdings wurde die Dynamik des Handels weiterhin maßgeblich von der starken Entwicklung der Importe in den Vereinigten Staaten bestimmt, die möglicherweise der zunehmenden Unsicherheit über künftige handelspolitische Maßnahmen geschuldet war. Die Gesamtinflation zog vor allem aufgrund der steigenden Energiepreise weltweit an, wohingegen die Kerninflation kontinuierlich zurückging.

Die Weltwirtschaft wächst nach wie vor kräftig, wenngleich auf sektoraler und regionaler Ebene Unterschiede bestehen. Dieser Trend dürfte sich auch zu Jahresbeginn 2025 fortgesetzt haben. Im Dezember 2024 belief sich der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) stabil auf 53,2 Punkte und blieb damit gegenüber November unverändert (siehe Abbildung 1). Dabei stand dem soliden Wachstum im Dienstleistungssektor die anhaltende Schwäche im verarbeitenden Gewerbe gegenüber (die EMI-Komponente für das verarbeitende Gewerbe lag auf der Wachstumsschwelle von 50 Punkten). Dies war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass sich die Konjunktur in den Industrieländern verlangsamte, wo der EMI für die Produktion auf 47,2 Punkte sank. In den Schwellenländern hielt er sich über der Wachstumsschwelle, wenngleich er gegenüber den Vormonaten leicht rückläufig war. Die verfügbaren Daten zur Industrieproduktion bestätigen diese regionalen Unterschiede. So deuten die Veränderungen gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum auf eine geringfügige Kontraktion in den Industrieländern und einen leichten Zuwachs in den Schwellenländern hin. Daraus resultierte im November ein Anstieg der globalen Produktion im verarbeitenden Gewerbe von 1,1 %. Insgesamt lassen die Nowcasting-Modelle der EZB ein stabiles Wachstum im vierten Quartal 2024 von rund 1,0 % gegenüber dem Vorquartal erkennen sowie von 1,1 % im ersten Quartal 2025.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum)

(Diffusionsindizes)



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

Das Wachstum des Welthandels schwächte sich zwar Ende 2024 ab, doch der kräftige Anstieg der Importe in den Vereinigten Staaten lieferte weiterhin einige positive Impulse.

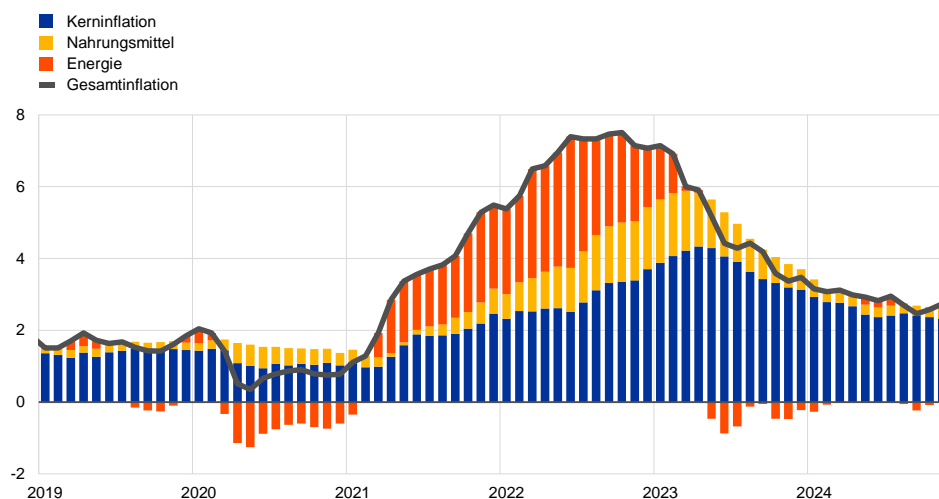
Insgesamt signalisieren die Nowcasting-Modelle der EZB ein durchschnittliches Wachstum des Welthandels von 0,7 % im vierten Quartal 2024 und im ersten Quartal 2025. Dies bedeutet eine Verlangsamung gegenüber der hohen durchschnittlichen Zuwachsrate von 1,5 %, die im zweiten und dritten Quartal 2024 verzeichnet wurde; im letztgenannten Zeitraum führten die Angst vor Arbeitsniederlegungen in Häfen und die Sorge über Störungen in den Lieferketten vor den Weihnachtsfeiertagen (insbesondere in den USA) zu einem Anstieg der Importe. Diese Befürchtungen gingen zwar anschließend wieder etwas zurück, doch die US-Importe waren auch zu Jahresende noch hoch, was möglicherweise mit der Unsicherheit über die Handelspolitik der neuen US-Regierung zusammenhing. Die aktuellen Daten zu den Schiffsankünften in den Häfen von Los Angeles und Long Beach zeigen, dass die Zahl der Frachtschiffe aus China im zweiten Halbjahr 2024 deutlich höher war als im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Insgesamt weisen die granularen Daten darauf hin, dass die US-Importe das Wachstum des Welthandels auch im vierten Quartal 2024 maßgeblich angetrieben haben. Was die kommende Entwicklung betrifft, so könnten Bestrebungen, mögliche Handelsbeschränkungen zu antizipieren, den Handel zu Beginn des ersten Quartals 2025 weiterhin stützen. Im weiteren Jahresverlauf könnten sich jedoch wachstumshemmende Faktoren wie neue Zölle und ein geringeres Vorziehen von Importen bemerkbar machen. Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes nahm im Dezember 2024 ab. Dies zeugte von der anhaltenden konjunkturellen Schwäche im verarbeitenden Gewerbe und ersten Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung im Welthandel.

Die Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten ist gestiegen, wohingegen die Kerninflation nach wie vor zurückgeht. Die am VPI gemessene jährliche Teuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) erhöhte sich im

November 2024 auf 2,7 %, verglichen mit 2,6 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Diese leichte Zunahme der Gesamtinflation war vor allem auf höhere Energiepreise zurückzuführen, während der Beitrag der Nahrungsmittelpreise weitgehend stabil blieb. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel unberücksichtigt lässt, sank dagegen leicht auf 3,1 % und nähert sich damit langsam weiter den historischen Durchschnittswerten an. Mit Blick auf die Zukunft schlugen sich wachsende Importe und die zunehmende Nachfrage nach Frachtleistungen nach und nach in den Frachtraten nieder. Sie bewegen sich seit dem Schlussquartal 2024 aufwärts, liegen aber immer noch unter den Höchstständen vom Juli 2024. Insgesamt bleiben die Risiken für einen erneuten Inflationsanstieg auf kurze Sicht begrenzt.

Abbildung 2
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

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

Im Berichtszeitraum vom 12. Dezember 2024 bis zum 29. Januar 2025 verteuerte sich Rohöl der Sorte Brent um 4,7 %, während sich die Gaspreise in Europa um 14,6 % erhöhten. Der Anstieg der Ölnotierungen war in erster Linie durch Angebotsfaktoren bedingt. Ausgelöst wurde er durch die jüngsten US-Sanktionen, die Öllieferungen aus Russland betreffen, sowie durch erste Anzeichen für Störungen bei den Exporten aus dem Iran. Der Preisanstieg bei europäischem Gas beruhte auf einer Kombination aus Angebots- und Nachfragefaktoren. Auf der Angebotsseite trieb das Ende des Transitabkommens zwischen Russland und der Ukraine die Preise in die Höhe, auch wenn das Auslaufen des Abkommens allgemein erwartet worden war. Zusätzlich verstärkt wurde der angebotsseitige Druck durch Ausfälle an einer Flüssiggasanlage in Norwegen. Nachfrageseitig sorgten die Ende Dezember verzeichneten ungewöhnlich niedrigen Temperaturen für einen höheren Verbrauch. Dementsprechend lagen die Füllstände der europäischen Gasspeicher Ende 2024 unter den Jahresendständen von 2022 und 2023 und auch unter dem Niveau, das in der Zeit vor der Energiekrise verzeichnet wurde. Die Metallpreise blieben im gesamten Berichtszeitraum stabil. Hier kompensierten vorsorglich getätigte

Einführen metallintensiver Branchen aus China die längerfristige Unsicherheit hinsichtlich der US-Zollpolitik. Die Preise von Nahrungsmitteln zogen dagegen aufgrund der höheren Notierungen für Mais und Kakao um 5,9 % an.

In den Vereinigten Staaten entwickelt sich die Konjunktur immer noch robust, allerdings ist der Inflationsausblick inzwischen unsicherer. Das reale BIP schwächte sich im Schlussquartal 2024 ab, blieb aber mit einem Wachstum von 0,6 % im Quartalsvergleich robust; im Vorquartal hatte der Zuwachs indes noch bei 0,8 % gelegen.¹ Die privaten Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures – PCE) kurbelten die inländische Nachfrage weiterhin an. So nahm die Nachfrage sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen zu, was in erster Linie den höheren verfügbaren Realeinkommen zu verdanken war. Die privaten Investitionen belasteten dagegen die Konjunktur, denn bedingt durch die geringeren Beiträge der Bereiche Transport und Informationsausrüstungen sanken die Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus gegenüber dem Vorquartal. Allerdings wurde dies durch eine Erhöhung der Wohnungsbauinvestitionen weitgehend ausgeglichen. Der Arbeitsmarkt kühlt sich in den USA weiterhin ab, bleibt aber widerstandsfähig. Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft stieg im Dezember um 256 000, wobei die Daten im Schlussquartal 2024 aufgrund von Wirbelstürmen und Arbeitsniederlegungen volatil ausfielen. Im Jahr 2024 wurden insgesamt 2,2 Millionen Stellen geschaffen, verglichen mit einem Plus von 3 Millionen Stellen im Jahr 2023. Die Arbeitslosenquote sank leicht von 4,2 % im November auf 4,1 % im Dezember. Die Erwerbsbeteiligung lag zugleich unverändert bei 62,5 % und wies auch im Jahresverlauf kaum Schwankungen auf. Das Lohnwachstum schwächte sich leicht auf 3,9 % gegenüber dem Vorjahr ab und näherte sich damit weiter der Spanne von 3 % bis 3,5 % an, die nach Ansicht der US-Notenbank mit ihrem Inflationsziel im Einklang steht. Die am PCE-Preisindex gemessene Gesamtteuerungsrate in den Vereinigten Staaten kletterte im November aufgrund der höheren Energiepreise auf 2,4 %, während die PCE-Kerninflation unverändert bei 2,8 % lag. Dabei schwächte sich der Preisauftrieb bei den in der Kernrate erfassten Dienstleistungen auf 2,5 % ab. Auf kurze Sicht deutet die VPI-Teuerungsrate für Dezember auf einen leichten Anstieg der PCE-Gesamtinflation und einen weiteren Rückgang der PCE-Kerninflation hin. Insgesamt verlieren wichtige Inflationsursachen in den Vereinigten Staaten an Bedeutung. So wird sich das Lohnwachstum voraussichtlich weiter verlangsamen, und die Mieten sind alles in allem kontinuierlich gesunken. Bei der Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank am 29. Januar 2025 vertraten die Mitglieder die Auffassung, dass die Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt bei gleichzeitig erhöhter Unsicherheit über die Inflationsaussichten abgenommen hätten. Dies gelte insbesondere mit Blick auf die vorgeschlagenen Änderungen bei der Handels- und der Zuwanderungspolitik.

Die Wirtschaftstätigkeit in China erholte sich Ende 2024, doch die inländische Nachfrage bleibt schwach. Das vierteljährliche BIP-Wachstum nahm im vierten Quartal 2024 auf 1,6 % zu, nachdem es im vorangegangenen Quartal bei 1,3 %

¹ Die vorläufige Schätzung zum BIP für das vierte Quartal 2024 wurde am 30. Januar 2025 und damit einen Tag nach dem Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten veröffentlicht.

gelegen hatte. Wie die monatlichen Indikatoren für Dezember zeigen, beruhte die Erholung des BIP und der Industrieproduktion in erster Linie auf einem staatlichen Umtauschprogramm, in dessen Rahmen gebrauchte Konsumgüter zum Erhalt von Rabatten beim Kauf von gleichartigen neuen Produkten in Zahlung gegeben werden können. Eine Rolle spielte aber auch, dass das Exportgeschäft anzog. Trotz der jüngsten Verbesserung blieben die Einzelhandelsumsätze eher schwach, denn das anhaltend negative Verbrauchervertrauen belastet weiterhin eine breiter angelegte Belegung der Konsumausgaben. Die jüngsten Ankündigungen der Politik signalisieren für dieses Jahr eine kräftigere finanz- und geldpolitische Unterstützung. Unterdessen zeichnet sich am Immobilienmarkt auf lokaler Ebene allmählich eine Stabilisierung ab, wenngleich die wichtigsten Indikatoren nach wie vor schwach sind. Die Ausfuhren, vor allem jene in die Vereinigten Staaten, sind weiter gestiegen. Allerdings machen sich die chinesischen Exporteure zunehmend Sorgen über die wachsende Unsicherheit im Handel. Der Verbraucherpreisanstieg schwächte sich in China weiter von 0,2 % im November auf 0,1 % im Dezember ab. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise verharrte unterdessen im negativen Bereich. Im Durchschnitt gingen die Erzeugerpreise im Jahr 2024 um 2,2 % zurück, was zu einer deutlichen Abwärtsdynamik der chinesischen Exportpreise führte.

Im Vereinigten Königreich zeigt sich die Konjunktur vor dem Hintergrund der anhaltenden Inflation nach wie vor schwach. Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich entwickelte sich im vierten Quartal 2024 weiterhin schleppend. Nach einem unerwarteten Rückgang im Oktober nahm das Wachstum des realen BIP im November geringfügig zu. Damit lag es in den drei Monaten bis November zusammengenommen bei null. Bereits im dritten Quartal hatte das Wachstum stagniert. Die VPI-Gesamtinflation verringerte sich leicht von 2,6 % im November auf 2,5 % im Dezember, was teilweise auf einen geringeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen zurückzuführen war. Angesichts einer Ausweitung der Staatsausgaben und einer höheren Besteuerung der Beschäftigung sowie des anhaltenden Auslaufens energiepreisbezogener Basiseffekte dürfte die Inflation auch das gesamte Jahr 2025 hindurch über dem Zielwert bleiben. Im Einklang mit dem prognostizierten Anstieg der Inflationsrate haben die Unternehmen im November und Dezember auch ihre Erwartungen zum Preiswachstum im kommenden Jahr nach oben korrigiert. Dieser Trend steht mit den etwas höheren Inflationserwartungen der Privathaushalte im Einklang. Dies könnte zu einem persistenten binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck beitragen. Die Bank of England beließ den Leitzins bei ihrer Dezember-Sitzung bei 4,75 %.

2 Konjunktorentwicklung

Die Wirtschaftsleistung des Euroraums stagnierte im vierten Quartal 2024. Auch wenn noch keine Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten vorliegt, weisen die Kurzfristindikatoren auf positive Beiträge der privaten und staatlichen Konsumausgaben hin, die durch rückläufige Investitionen größtenteils ausgeglichen wurden. Der Beitrag des Außenhandels fiel indessen weitgehend neutral aus. Nach Sektoren aufgeschlüsselt dürfte die Industrie Ende 2024 einen weiteren Rückgang verzeichnet haben, während im Dienstleistungssektor eine moderate Zunahme zu beobachten war. Umfragedaten deuten auch für das erste Quartal 2025 auf ein moderates, von den Dienstleistungen getragenes Wachstum hin. Zugleich lassen diese Indikatoren angesichts der verhaltenen Nachfrage nach Waren, der Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung und der erheblichen Unsicherheit bezüglich der Handelspolitik auf eine anhaltende Schwäche in der Industrie schließen. Die schwache Entwicklung in der Industrie spiegelt sich derzeit in einer sinkenden Nachfrage nach Arbeitskräften wider. Die Wirtschaftstätigkeit des Euroraums dürfte sich auf mittlere Sicht verstärken. Das Wachstum sollte durch eine Belebung der Konsumausgaben getragen werden, da die Arbeitsmärkte nach wie vor robust sind und die Inflation zurückgeht. Auch die anziehende Auslandsnachfrage und die nachlassende dämpfende Wirkung der vorangegangenen geldpolitischen Straffung dürften das Wachstum künftig stützen. Die Konjunkturaussichten sind jedoch mit hoher Unsicherheit behaftet.

Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge stagnierte die Wirtschaftsleistung des Euroraums im vierten Quartal 2024 (siehe Abbildung 3).

Nachdem das reale BIP vierteljährlich betrachtet in den ersten drei Quartalen 2024 gestiegen war, wies es im vierten Quartal 2024 ein Nullwachstum auf.² Im Gesamtjahr 2024 belief sich das BIP-Wachstum schätzungsweise auf 0,7 %.³ Auch wenn noch keine Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten vorliegt, weisen die Kurzfristindikatoren und verfügbaren Länderdaten auf positive Beiträge der privaten und staatlichen Konsumausgaben hin, die durch rückläufige Investitionen ausgeglichen wurden. Der Beitrag des Außenhandels fiel indessen weitgehend neutral aus. Zugleich dürfte sich die Industrie weiterhin schwach entwickelt haben, während der Dienstleistungssektor widerstandsfähiger war. Auch im vierten Quartal erwies sich die Wachstumsdynamik in den größten Volkswirtschaften des Euroraums als uneinheitlich. So erhöhte sich das BIP vierteljährlich betrachtet in Spanien um 0,8 %, während es in Deutschland und Frankreich um 0,2 % bzw. 0,1 % sank und in Italien unverändert blieb. In Irland ging die Wirtschaftsleistung unterdessen um 1,3 % zurück. Aus dem euroraumweiten Wert für das vierte Quartal 2024 ergibt sich für das Jahreswachstum 2025 ein statistischer Überhang von 0,3 %.⁴

² Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 29. Januar 2025, mit Ausnahme der BIP-Daten (Stichtag: 30. Januar 2025).

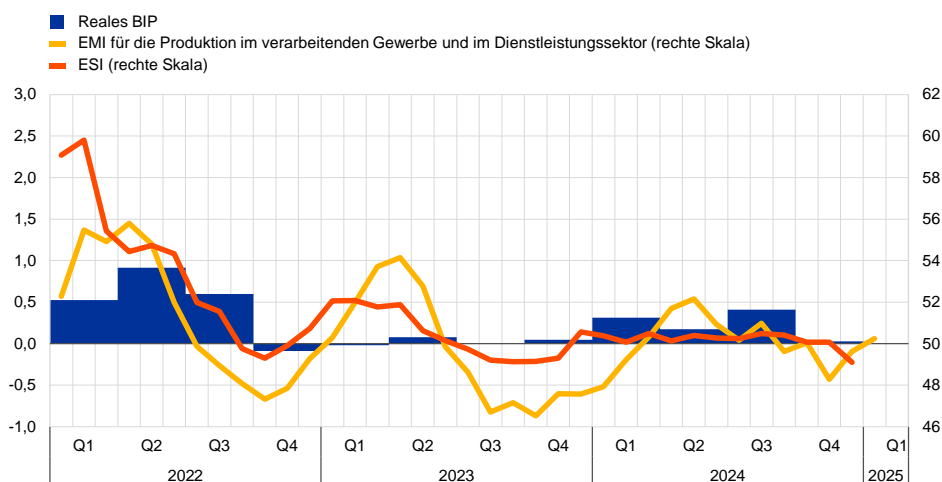
³ Die Jahreswachstumsrate basiert auf saison- und kalenderbereinigten Daten. Unbereinigte Daten liegen nicht für alle Mitgliedstaaten vor, die in den BIP-Schnellschätzungen enthalten sind.

⁴ Dies bedeutet, dass das BIP 2025 um 0,3 % steigen würde, wenn sich alle vierteljährlichen Zuwachsraten im laufenden Jahr auf null beliefen (wenn also der im Schlussquartal 2024 verzeichnete BIP-Wert in allen Quartalen des laufenden Jahres unverändert bliebe).

Abbildung 3

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)



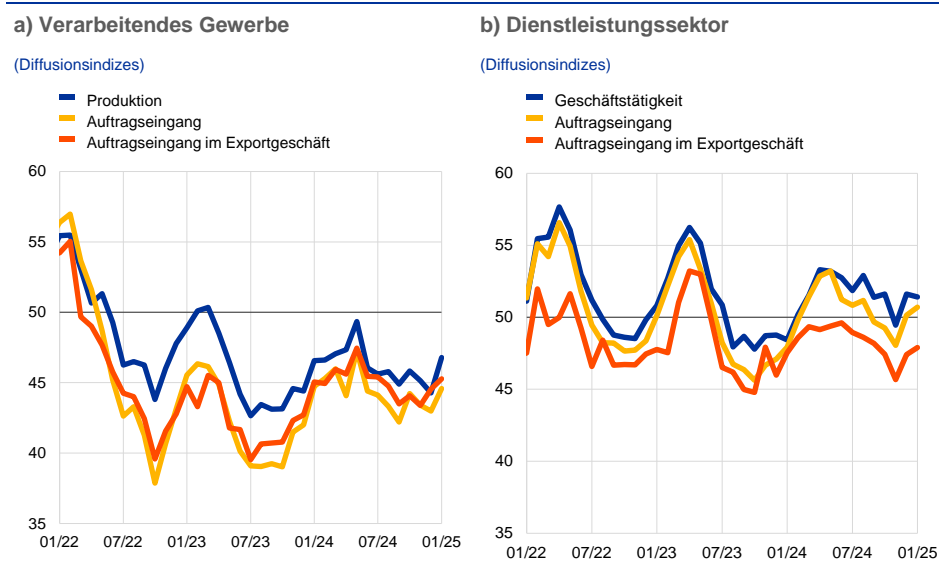
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und S&P Global.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI wurde standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (reales BIP), Januar 2025 (EMI) bzw. Dezember 2024 (ESI).

Umfragedaten deuten auch für das erste Quartal 2025 auf ein moderates, von den Dienstleistungen getragenes Wachstum hin. Zwar liegen nur wenige für das erste Quartal relevante Wirtschaftsdaten vor, doch liefert der jüngste Einkaufsmanagerindex (EMI) erste Hinweise auf die Entwicklung zu Jahresbeginn. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im Januar 2025 auf 50,2 Punkte, verglichen mit durchschnittlich 49,3 Punkten im vierten Quartal 2024. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so lag der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Januar weiterhin im kontraktiven Bereich, obschon er gegenüber dem vierten Quartal 2024 gestiegen ist (siehe Abbildung 4, Grafik a). Der eher zukunftsgerichtete Index für den Auftragseingang zeigte ein ähnliches Muster. Insgesamt lassen diese Indikatoren angesichts der verhaltenen Nachfrage nach Waren und der Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung auf eine anhaltende Schwäche in der Industrie in nächster Zeit schließen. Die EMI-Daten für den Dienstleistungssektor, der die Erholung der Wirtschaftstätigkeit bislang getragen hat, deuten sowohl bei der Geschäftstätigkeit als auch beim Auftragseingang weiterhin auf ein positives Wachstum hin (siehe Abbildung 4, Grafik b). Die Entwicklung des EMI lässt darauf schließen, dass die aktuellen sektoralen Unterschiede auf kurze Sicht bestehen bleiben dürften. Die wesentlichen Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen weisen in der kurzen Frist auf eine verhaltene Wirtschaftstätigkeit hin: Während die Produktion im verarbeitenden Gewerbe stagnieren oder rückläufig sein dürfte, dürfte die Aktivität im Dienstleistungssektor widerstandsfähiger ausfallen (siehe Kasten 5). Zudem dürfte die weitverbreitete wirtschaftspolitische Unsicherheit die Wachstumsaussichten für Anfang 2025 beeinträchtigen. Dieses Kurzfristnarrativ spiegelt sich zwar auch im jüngsten von der

EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters vom Januar 2025 wider, doch gehen die Befragten nach wie vor von einer allmählichen Erholung der Konjunktur in den kommenden Quartalen aus.

Abbildung 4
EMIs für einzelne Sektoren



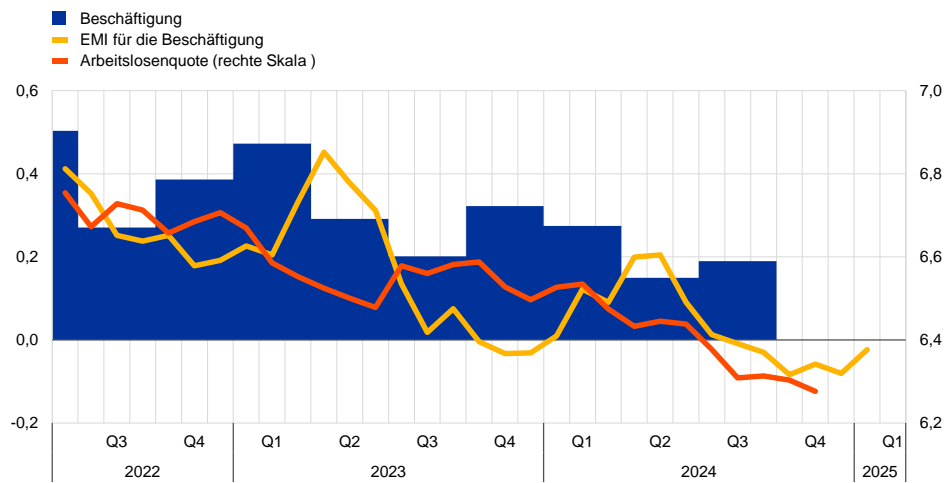
Quelle: S&P Global Market Intelligence.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025.

Die Arbeitslosenquote ist immer noch niedrig, doch zeigt der Arbeitsmarkt Anzeichen einer allmählichen Abkühlung. Die Arbeitslosenquote lag im November wie bereits im Oktober auf einem historischen Tiefstand von 6,3 % (siehe Abbildung 5). In den vergangenen zwei Jahren sank die Arbeitslosenquote unter anderem, weil es zu Verschiebungen in der Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung hin zu einem größeren Anteil von älteren Arbeitskräften und Beschäftigten mit höherem Bildungsstand kam (siehe Kasten 3). Gleichwohl weist der Arbeitsmarkt weiterhin Anzeichen einer allmählichen Abkühlung auf. Der Anstieg der Erwerbsbevölkerung, der seit dem Ende der Pandemie wesentlich zum Beschäftigungswachstum beiträgt, dürfte sich im vierten Quartal 2024 auf einem niedrigeren Wert als in den Vorquartalen stabilisiert haben, liegt dabei aber immer noch über den bis 2019 verzeichneten Durchschnittswerten. Gleichzeitig geht die Nachfrage nach Arbeitskräften zurück. Die Zahl der offenen Stellen bei der Online-Jobbörse Indeed lag nach wie vor deutlich unter jener von Anfang 2024. Die Zahl neuer Stellenausschreibungen sank im Dezember.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Beschäftigung), Januar 2025 (EMI für die Beschäftigung) bzw. November 2024 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Indikatoren legen den Schluss nahe, dass sich der

Arbeitsmarkt im ersten Quartal 2025 weiter abkühlen wird.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg von 49,2 Punkten im Dezember auf 49,8 Punkte im Januar und bewegte sich damit weiterhin um die neutrale Schwelle von 50 Punkten (siehe Abbildung 5). Hinter dem Ergebnis für den zusammengesetzten EMI verbergen sich unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Sektoren. Während die Einschätzung des Beschäftigungswachstums im verarbeitenden Gewerbe noch negativer wurde, verbesserte sie sich im Dienstleistungssektor wieder und kehrte in den expansiven Bereich zurück. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor liegt allerdings weiterhin deutlich unter seinem Durchschnittswert von 2024. Die sich aus den EMIs ergebenden Hinweise auf verhaltene Beschäftigungsaussichten decken sich mit den Erkenntnissen aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen (siehe Kasten 5). Insgesamt betrachtet dürfte eine schwächere Beschäftigungsdynamik künftig eine allmähliche Erholung der Arbeitsproduktivität begünstigen.

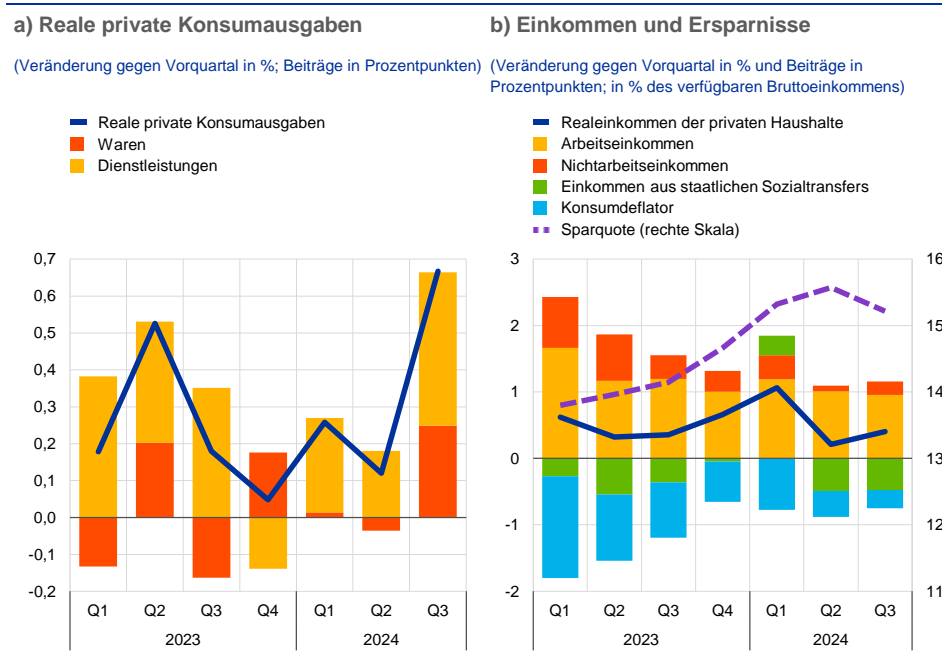
Die realen privaten Konsumausgaben stiegen im dritten Quartal 2024 um

0,7 %. Zurückzuführen war dies auf ein robustes Einkommenswachstum und einen Rückgang der erhöhten Sparquote der privaten Haushalte.

Nachdem sich die privaten Konsumausgaben in den vorangegangenen vier Quartalen im Schnitt um 0,1 % erhöht hatten, erhielten sie im dritten Quartal 2024 Auftrieb von einer starken Nachfrage nach Dienstleistungen, was zum Teil temporären Faktoren wie den Olympischen und Paralympischen Spielen 2024 in Paris zu verdanken war (siehe Abbildung 6, Grafik a). Der geringere Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und Energie trug dazu bei, dass sich auch der Warenkonsum erholte. Die Sparquote der privaten Haushalte ging zwar zurück, blieb aber mit 15,2 % im dritten Quartal 2024 erhöht. Dies spiegelt den positiven Effekt auf die Ersparnisse wider, der vom

anhaltenden Anstieg des Realeinkommens, den weiterhin restriktiven Finanzierungsbedingungen, dem gedämpften Vertrauen und der hohen Unsicherheit ausgeht (siehe Abbildung 6, Grafik b). Der Einkommenszuwachs der privaten Haushalte wurde weiterhin von der dynamischen Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts getragen.

Abbildung 6
Einkommen, Konsumausgaben und Ersparnisse der privaten Haushalte

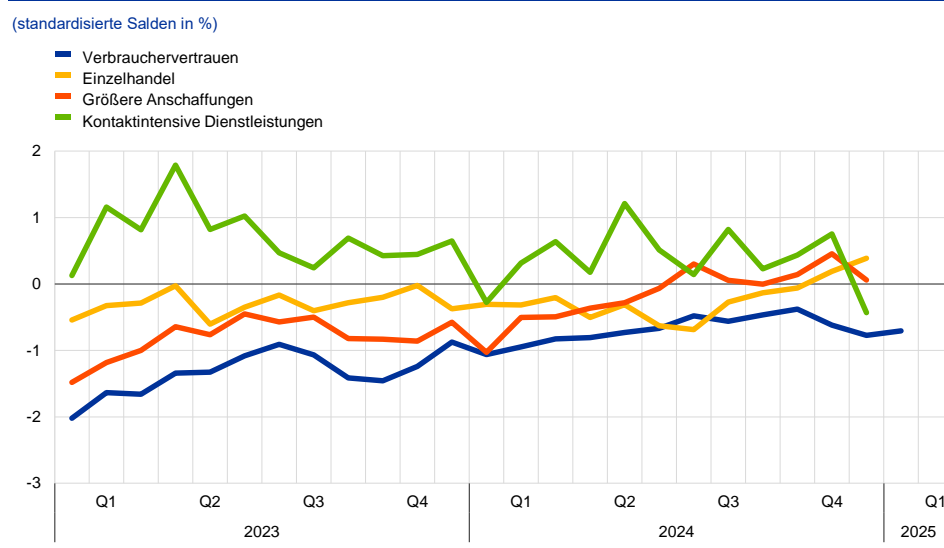


Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die realen privaten Konsumausgaben auf das Inländerkonzept und die Komponenten auf das Inländerkonzept des Konsums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. In Grafik b wird das Arbeitseinkommen anhand des Arbeitnehmerentgelts ermittelt. Zum Nichtarbeitseinkommen zählen Einkünfte aus selbstständiger Tätigkeit, Nettozinserträge, Dividenden und Mieteinnahmen. Das Einkommen aus staatlichen Sozialtransfers wird als Restwert ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte sich zum Jahreswechsel unter anderem aufgrund der nachlassenden Wirkung der im dritten Quartal verzeichneten temporären Faktoren abgeschwächt haben. Zu Beginn des vierten Quartals 2024 entwickelten sich die Einzelhandelsumsätze schwach, was auf ein moderateres Wachstum der privaten Konsumausgaben zum Jahresende schließen lässt. Auch die Umfrageergebnisse deuten auf ein anhaltendes, wenn auch verhaltenes Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte zum Jahreswechsel hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Januar 2025 ungeachtet der immer noch erhöhten Unsicherheit leicht an (siehe Abbildung 7). Angesichts der schwachen Erwartungen im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftslage und die eigene finanzielle Situation in den kommenden zwölf Monaten blieb er aber gedämpft. Die Geschäftserwartungen für kontaktintensive Dienstleistungen sanken im Dezember 2024 unter ihren historischen Durchschnitt, was auf eine Abschwächung der Nachfrage nach Dienstleistungen im ersten Quartal 2025 schließen lässt. Die Einzelhandelserwartungen für die nächsten drei Monate hellten sich hingegen im Dezember abermals auf. Zudem deutet die jüngste Umfrage der EZB zu den

Verbrauchererwartungen darauf hin, dass die geplanten Ausgaben für Urlaubsreisen in den nächsten zwölf Monaten nach wie vor robust sind. Die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten schwächten sich im Dezember zwar ab, standen aber weiterhin mit ihrem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert im Einklang. Insgesamt dürften die gestiegene Kaufkraft der privaten Haushalte und ihre bessere Einschätzung des Realeinkommens die Haupttriebfedern des anhaltenden Wachstums der privaten Konsumausgaben sein (siehe Kasten 2).

Abbildung 7
Verbrauchervertrauen und -erwartungen



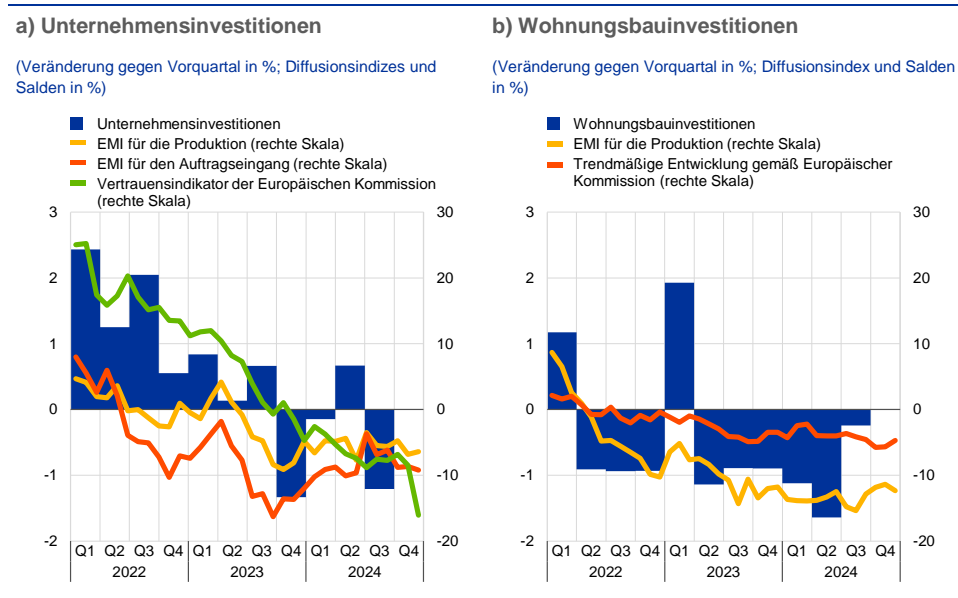
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Geschäftserwartungen für die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und die Einzelhandelserwartungen beziehen sich auf die nächsten drei Monate. Die Verbrauchererwartungen für größere Anschaffungen beziehen sich hingegen auf die nächsten zwölf Monate. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die erste Zeitreihe für den Zeitraum von Januar 2005 bis Januar 2019 standardisiert, die drei anderen Zeitreihen in der Grafik hingegen für den Zeitraum von 1999 bis 2019. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025 (Verbrauchervertrauen) bzw. Dezember 2024 (übrige Angaben).

Die Unternehmensinvestitionen blieben in der Zeit um den Jahreswechsel

verhalten. Die näherungsweise anhand der Investitionen ohne Bau (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) gemessenen Unternehmensinvestitionen gingen im dritten Quartal 2024 bei hoher Volatilität um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Die Ausrüstungsinvestitionen verringerten sich das dritte Quartal in Folge, und auch die Investitionen in Fahrzeuge verbuchten einen Rückgang, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte noch leicht gestiegen waren. Die immateriellen Investitionen nahmen indes weiter moderat zu. Die Produktion und der Auftragseingang im Investitionsgütersektor waren im vierten Quartal erneut rückläufig, während das Vertrauen der Investitionsgüterhersteller einbrach und auf den tiefsten Stand seit 2020 sank (siehe Abbildung 8, Grafik a). Wenngleich die Ergebnisse von eher zukunftsgerichteten Umfragen auf eine Verbesserung hindeuten, lassen breiter gefasste Umfragedaten, die größtenteils Ende 2024 veröffentlicht wurden, für Anfang 2025 nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Erholung der Unternehmensinvestitionen schließen. Die Earnings Calls für das Schlussquartal 2024 legen nahe, dass sich die seit Anfang 2024 anhaltende Eintrübung der Stimmung hinsichtlich der Unternehmensinvestitionen

und -gewinne fortgesetzt hat. Der EMI für die Erwartungen zur Produktion in den kommenden zwölf Monaten und die von der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren der Kapazitätsauslastung in der Gesamtwirtschaft blieben im Dezember deutlich unter dem Niveau, das typischerweise ein Investitionswachstum anzeigt. Auch aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen gingen zu Jahresbeginn pessimistische Erwartungen hervor. Im besonderen Fokus standen Rationalisierungsinvestitionen und Investitionen zur Verringerung des CO₂-Fußabdrucks, die nach wie vor hoch sind (siehe Kasten 5). Der Sentix-Indikator für das Anlegervertrauen sank im Januar vor dem Hintergrund von Meldungen über einen Anstieg der Insolvenzen sowie einer erheblichen Unsicherheit im Hinblick auf Geopolitik, Handel und Politik auf den tiefsten Stand seit 27 Monaten. Allerdings ist der Index für das Anlegervertrauen in den kommenden sechs Monaten weniger pessimistisch und deutet auf eine Verbesserung des Ausblicks hin. Auch die jüngste Investitionsumfrage der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission stellt für 2025 ein moderates jährliches Wachstum der Unternehmensinvestitionen in Aussicht.

Abbildung 8
Entwicklung der realen privaten Investitionen und Umfrageergebnisse



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a) werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bau gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die monatlichen Daten spiegeln den Investitionsgütersektor wider. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen) bzw. Dezember 2024 (EMIs und Vertrauensindikator der Europäischen Kommission). In Grafik b) stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. Dezember 2024 (EMI und trendmäßige Entwicklung gemäß Europäischer Kommission).

Die Wohnungsbauinvestitionen sanken im dritten Quartal 2024 abermals, allerdings langsamer als in den Vorquartalen. Im dritten Quartal 2024 verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal; der im zweiten Quartal 2022 eingesetzte Abwärtstrend hat sich somit deutlich verlangsamt (siehe Abbildung 8, Grafik b). Mit Blick auf das vierte Quartal lag die Produktion im Hochbau im Oktober und November im Durchschnitt über

ihrem Niveau vom dritten Quartal. Die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude verharrte jedoch auf einem historischen Tiefstand. Dies legt nahe, dass von in Planung befindlichen Projekten nur ein begrenzter Druck ausging. Darüber hinaus blieben umfragebasierte Konjunkturindikatoren wie der EMI für die Produktion im Wohnungsbau und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten bis Dezember gedämpft. Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die Wohnungsbauinvestitionen im vierten Quartal wahrscheinlich im Großen und Ganzen stagniert haben. Mit Blick auf die Zukunft geht aus den jüngsten Umfragen der EZB hervor, dass sich der Ausblick für Wohnungsbauinvestitionen in den kommenden Quartalen etwas aufhellen könnte. Laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen haben die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den Wohnungsmarkt – ermittelt anhand der wahrgenommenen Attraktivität von Wohnimmobilien als gute Investition – weitgehend ihr Durchschnittsniveau erreicht. Die Umfrage zum Kreditgeschäft vom Januar deutet darauf hin, dass sich die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im ersten Quartal 2025 weiter verbessern dürfte (siehe Abschnitt 5).

Die Exporte des Euroraums gingen im November 2024 zurück, was vor dem Hintergrund anhaltender Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit zu sehen war. Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes wie auch des Dienstleistungssektors verringerte sich im Dezember erneut. Am schwachen Exportwachstum zeigt sich, dass sich der allgemeinere Trend sinkender Exportmarktanteile des Euroraums fortsetzt. Hintergrund sind anhaltende Probleme der Hersteller im Euroraum in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit (dies betrifft unter anderem Sektoren der mittelhohen Technologie und der Hochtechnologie) sowie die zunehmende Konkurrenz aus China (siehe Kasten 5). Unterdessen stiegen die Importe im November um 1,1 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, was mit dem anhaltend moderaten Konsumwachstum im vierten Quartal im Einklang steht.

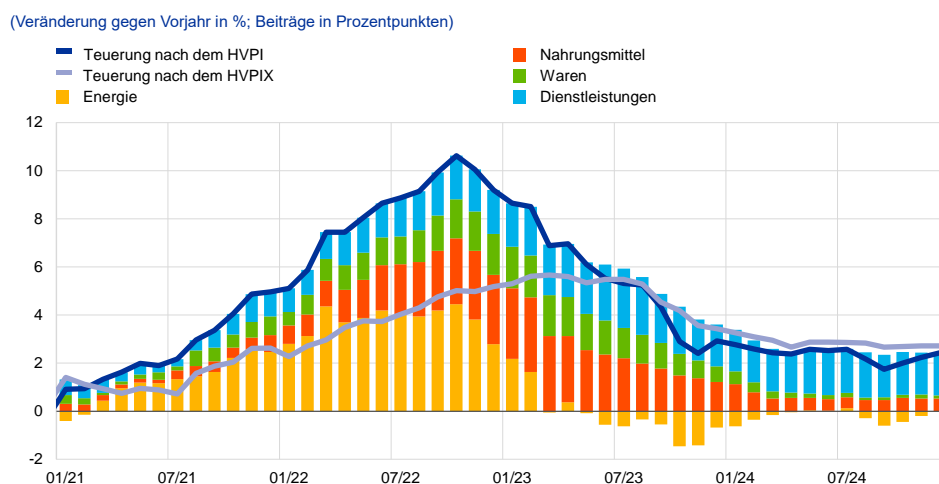
Insgesamt betrachtet dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum auf mittlere Sicht verstärken. Das Wachstum sollte durch eine Belebung der Konsumausgaben getragen werden, da die Arbeitsmärkte nach wie vor robust sind und die Inflation zurückgeht. Auch die anziehende Auslandsnachfrage und die nachlassende dämpfende Wirkung der vorangegangenen geldpolitischen Straffung dürften das Wachstum künftig stützen. Die Konjunkturaussichten sind jedoch mit hoher Unsicherheit behaftet, wobei Abwärtsrisiken von den geo- und handelspolitischen Spannungen ausgehen.

3 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation im Euroraum stieg im Dezember 2024 auf 2,4 % nach 2,2 % im November.⁵ Diese Zunahme war erwartet worden und ist vor allem auf Basiseffekte bei der Energiepreisentwicklung zurückzuführen. Auf kurze Sicht dürfte die Inflation um das derzeitige Niveau herum schwanken. Insgesamt entwickeln sich die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Gesamtinflation zum mittelfristigen Ziel der EZB von 2 %. Der Indikator der Binneninflation ist nach wie vor hoch, was durch ein kräftiges Lohnwachstum und die Tatsache bedingt ist, dass sich die Preise in einigen Sektoren immer noch mit starker Verzögerung an den zurückliegenden Inflationsschub anpassen. Das Lohnwachstum lässt jedoch wie erwartet nach, und die Gewinne federn die Auswirkungen auf die Inflation zum Teil ab. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lagen weitgehend unverändert bei rund 2 %, während sich jene der kürzerfristigen Inflationserwartungen erhöht haben.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum stieg von 2,2 % im November 2024 auf 2,4 % im Dezember (siehe Abbildung 9). Verantwortlich für diese Zunahme waren vor allem ein höherer Preisauftrieb bei Energie und ein geringer Anstieg der Teuerung bei den Dienstleistungen. Das Inflationsergebnis für das vierte Quartal 2024 lag leicht unter den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024, obwohl die Rohstoffpreise für Öl und Gas höher ausfielen als in den Projektionen erwartet worden war.

Abbildung 9
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Waren beziehen sich auf Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2024.

Die Änderungsrate der Energiepreise kletterte von -2,0 % im November 2024 auf 0,1 % im Dezember. Diese Zunahme war eine Folge höherer jährlicher

⁵ Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 29. Januar 2025. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die HVPI-Inflation im Januar 2025 auf 2,5 % gestiegen.

Steigerungsraten der Strom- und Kraftstoffpreise, während jene der Gaspreise leicht zurückging. Der Anstieg der Teuerungsrate für Energie spiegelt auch einen aufwärtsgerichteten Basiseffekt wider, der damit zusammenhängt, dass die Energiepreise im Dezember 2023 beträchtlich gesunken waren.

Die Änderungsrate der Nahrungsmittelpreise ging leicht von 2,7 % im November 2024 auf 2,6 % im Dezember zurück.

Bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln verringerte sich die Teuerungsrate von 2,3 % im November auf 1,6 % im Dezember. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie niedrigere Obst- und Gemüsepreise. Dieser Rückgang wurde jedoch zum Teil durch einen höheren Preisauftrieb bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln wettgemacht (2,9 % im Dezember nach 2,8 % im November), der wiederum die Folge eines Preissprungs bei Tabakwaren war. Die Inflationsrate für verarbeitete Nahrungsmittel ohne Tabakwaren lag weiterhin unter 2 %.

Die Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) blieb im Dezember 2024 unverändert und betrug den vierten Monat in Folge 2,7 %.

Die Preissteigerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie bewegte sich nach wie vor um ihren langfristigen Durchschnitt und verringerte sich im Dezember leicht auf 0,5 % nach 0,6 % im November. Dieser Rückgang wurde durch die etwas höhere Teuerungsrate für Dienstleistungen (4,0 % im Dezember, verglichen mit 3,9 % im November) aufgezehrt. Im Gegensatz zum Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie lag die Inflationsrate für Dienstleistungen weiterhin deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von 1,9 %. Darin spiegelten sich die Auswirkungen des noch immer erhöhten Lohndrucks auf einige Dienstleistungspositionen und der Effekt der verzögerten Preisanpassung auf andere Positionen wider. Der im Dezember verzeichnete leichte Rückgang des Preisanstiegs bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie war auf rückläufige Inflationsraten bei Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und langlebigen Gebrauchsgütern zurückzuführen, während der Preisauftrieb bei Verbrauchsgütern unverändert war. Der Inflationsanstieg bei den Dienstleistungen war zumeist eine Folge höherer Jahresteuersraten in den Bereichen Freizeit und Verkehr.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation entwickeln sich im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Gesamtinflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % (siehe Abbildung 10).

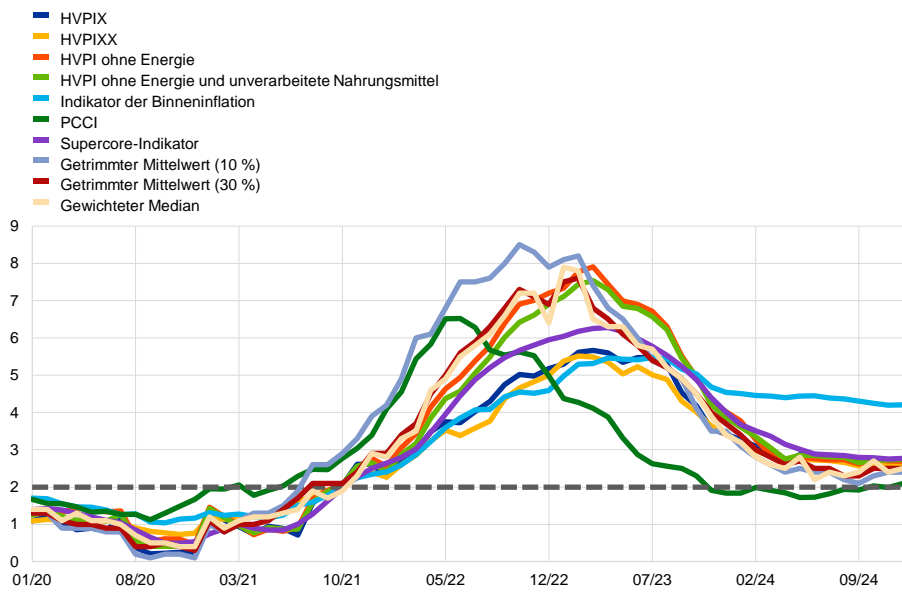
Die entsprechenden Werte blieben im Dezember 2024 weitgehend stabil und reichten von 2,0 % bis 2,8 %.⁶ Die meisten auf Ausschluss basierenden Messgrößen waren im Dezember unverändert, so auch der getrimmte Mittelwert (10 %), der getrimmte Mittelwert (30 %), der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) und der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel. Zugleich stieg der gewichtete Median geringfügig von 2,4 % im November auf 2,5 % im Dezember an. Der Indikator der Binneninflation, in dem vor allem Dienstleistungspositionen erfasst werden, blieb mit 4,2 % im Dezember stabil. Unter den modellbasierten Messgrößen war der Supercore-Indikator (der konjunkturreagible HVPI-Positionen umfasst) mit

⁶ Siehe auch P. R. Lane, [Underlying inflation: an update](#), Rede anlässlich der von der Federal Reserve Bank of Cleveland und der EZB am 24. Oktober 2024 ausgerichteten Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024“.

2,8 % ebenfalls unverändert, während sich die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) leicht von 2,0 % im November auf 2,1 % im Dezember erhöhte.

Abbildung 10
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Die meisten Indikatoren, die auf den Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hinweisen, entwickelten sich auch im November 2024 verhalten (siehe Abbildung 11). Auf den vorgelagerten

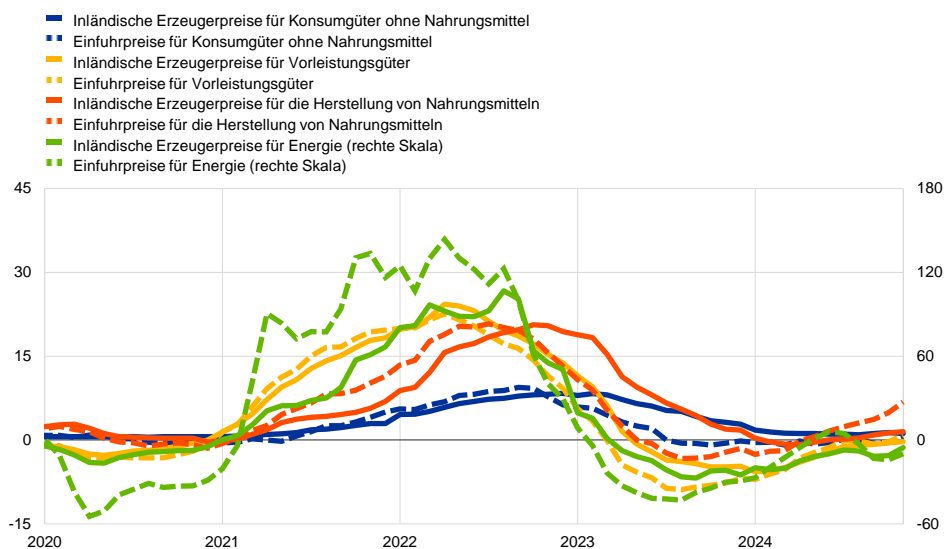
Stufen lag die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter mit -0,3 % im November 2024 weiterhin im negativen Bereich, allerdings weniger stark als im Oktober (-0,5 %). Auf den nachgelagerten Stufen verringerte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel geringfügig von 1,3 % im Oktober auf 1,1 % im November. Die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel setzte im selben Zeitraum ihren Anstieg fort und erhöhte sich von 1,3 % auf 1,5 %. Damit bestätigten sich vorangegangene Hinweise, dass die allmähliche Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette in diesem Segment zum Ende gekommen ist. Die Jahresänderungsraten der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel bewegten sich nach oben, blieben aber insgesamt moderat. Unterdessen kletterte die Steigerungsrate der Importpreise für verarbeitete Nahrungsmittel weiter von 4,9 % im Oktober auf 6,8 % im November. Dies dürfte wohl darauf zurückzuführen sein, dass die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe seit Jahresbeginn 2024 kräftig gestiegen sind. Maßgeblich für die dynamischere Entwicklung der Einfuhrpreise war auch die Tatsache, dass die Jahresänderungsrate des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro im

November 2024 gesunken war. Im Oktober 2024 war die Rate gegenüber Oktober 2023 indes weitgehend unverändert gewesen.

Abbildung 11

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

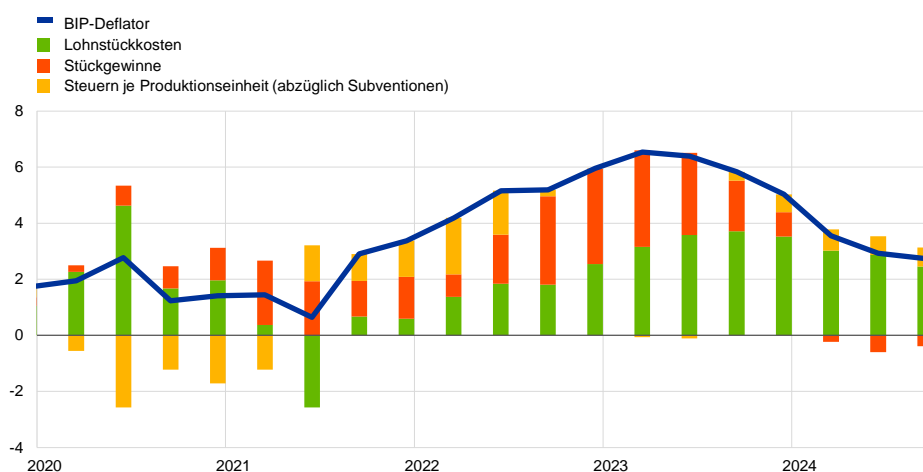
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck verringerte sich im dritten Quartal 2024 weiter auf 2,7 % nach 2,9 % im Vorquartal (siehe Abbildung 12). Gegenüber seinem Höchststand von 6,4 % im ersten Quartal 2023 ist der BIP-Deflator damit deutlich gesunken, liegt aber immer noch über dem vor der Pandemie verzeichneten langfristigen Durchschnitt von 1,6 %. Diese nachlassende Dynamik hing vor allem mit einer weiteren Abschwächung des Anstiegs der Lohnstückkosten (von 5,2 % im zweiten Quartal 2024 auf 4,4 % im dritten Quartal) zusammen. Für Letzteres war wiederum das niedrigere Lohnwachstum (gemessen am Arbeitnehmerentgelt sowohl je Arbeitnehmer als auch je Stunde) verantwortlich. Hinter der verhalteneren Entwicklung des tatsächlichen Lohnwachstums verbarg sich ein höheres Tariflohnwachstum; es stieg im dritten Quartal 2024 vorübergehend auf 5,4 %, verglichen mit 3,5 % im Vorquartal. Auch wenn der Beitrag der Stückgewinne zur Entwicklung des BIP-Deflators im dritten Quartal weniger negativ ausfiel, tragen die Stückgewinne weiterhin in erhöhtem Maße dazu bei, die Arbeitskosten abzufedern. Mit Blick auf die Zukunft weist der Wage Tracker der EZB, der als Indikator für die Lohnentwicklung Angaben zu den bis Ende Dezember 2024 geschlossenen Tarifvereinbarungen enthält, auf ein Nachlassen des von höheren Löhnen ausgehenden Drucks hin. Diese Beobachtung wird auch durch die aktuellen auf Umfragen wie der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) beruhenden Indikatoren zum Lohnwachstum bestätigt. Laut der Telefonumfrage wird davon ausgegangen, dass das Lohnwachstum von 4,3 % im

Jahr 2024 auf 3,6 % im Jahr 2025 sinken wird.⁷ Das Nachlassen des von höheren Löhnen ausgehenden Drucks stünde im Einklang mit dem geringeren Druck, der vom Inflationsausgleich ausgeht, und der Abkühlung der Nachfrage nach Arbeitskräften.

Abbildung 12
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die marktbasieren Messgrößen des längerfristigen Inflationsausgleichs lagen zumeist bei rund 2,0 % und blieben damit stabil (siehe Abbildung 13).

Gemäß der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Januar 2025 und dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2025 lagen der Median und der Durchschnitt der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin stabil bei 2 %. Die längerfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren) erhöhten sich im Berichtszeitraum leicht. So lag der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren bei rund 2,1 %. Nach Bereinigung um modellbasierte Schätzungen der Inflationsrisikoprämien zeigt sich indes, dass die Marktteilnehmer längerfristig mit einer Inflation von rund 2 % rechnen.

Bei den an Inflations-Fixings gemessenen marktbasieren Messgrößen des kurzfristigen Inflationsausgleichs im Eurogebiet haben sich die im Herbst 2024 verzeichneten Rückgänge größtenteils wieder umgekehrt (siehe Abbildung 13).

Diese Messgrößen, die die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der HVPI-Inflation ohne Tabakwaren zum Ausdruck bringen, legen den Schluss nahe, dass die Teuerung den Einschätzungen der Anleger zufolge auch im restlichen Jahresverlauf 2025 bei gut 2,0 % liegen und sich gegen Jahresende bzw. Anfang 2026 nahe bei 2,0 % einpendeln wird. Auf mittlere Sicht blieb der einjährige

⁷ Zu den Ergebnissen der CTS-Umfrage vom Januar 2025 siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

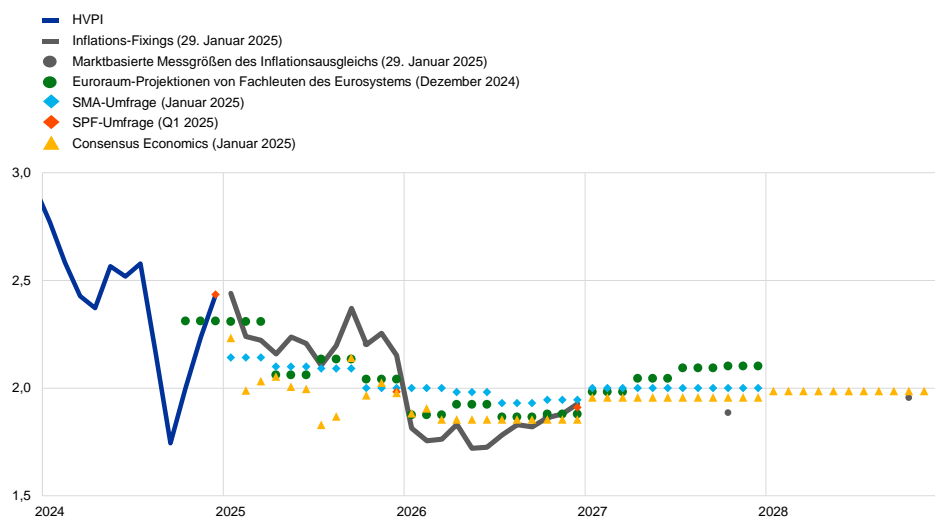
inflationsexindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr mit rund 1,8 % im Berichtszeitraum weitgehend unverändert. Was die Verbraucherseite anbelangt, so erhöhte sich der Median der in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation laut Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) vom Dezember 2024 leicht von 3,4 % im November 2024 auf 3,5 % im Dezember. Der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten stieg im selben Zeitraum ebenfalls, und zwar von 2,6 % auf 2,8 %. Indes blieb der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden drei Jahren mit 2,4 % unverändert. Der seit September 2024 verzeichnete Anstieg der Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich der Inflation steht in Zusammenhang mit der im Schnitt höheren vergangenheitsbezogenen Inflationswahrnehmung und der gestiegenen Inflationsunsicherheit einiger Umfrageteilnehmer.

Abbildung 13

Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

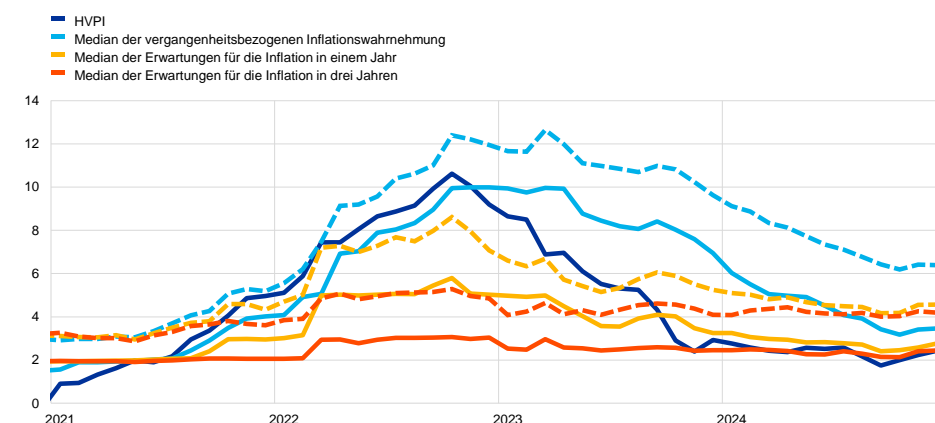
a) Gesamtinflation, marktbasierete Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, London Stock Exchange Group (LSEG), Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und Umfrage zu den Verbrauchererwartungen), Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2024 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a) basiert die Zeitreihe der marktbasiereten Messgrößen des Inflationsausgleichs 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 marktbasiereten Messgrößen des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 29. Januar 2025. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das erste Quartal 2025 wurde vom 7. bis zum 9. Januar 2025 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war der 13. Januar 2025. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 20. November 2024. In Grafik b) stellen bei der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2024.

4 Finanzmarktentwicklungen

Während des Berichtszeitraums (12. Dezember 2024 bis 29. Januar 2025) verschob sich die Terminkurve des risikofreien Zinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) insgesamt nach oben, wobei zwischenzeitlich einige Schwankungen zu beobachten waren. Zunächst verlagerte sich die Kurve nach unten. Dieser Trend kehrte sich jedoch etwa in der Zeit des Jahreswechsels bis Anfang Januar um, da die steigenden Energiepreise und neue Wirtschaftsdaten für die Vereinigten Staaten zu einer Aufwärtsrevision der Inflationserwartungen führten und zur Aufwärtsverschiebung der Terminkurve beitrugen. Somit preisten die Märkte am Ende des Berichtszeitraums Zinssenkungen im Euroraum von insgesamt 90 Basispunkten bis Ende 2025 ein. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen erhöhten sich ebenfalls, und zwar etwas stärker als die risikofreien Zinssätze. Die Aktienkurse im Euroraum stiegen. Dies hing mit einer höheren Risikoneigung zusammen, die stärker wirkte als der Anstieg der risikofreien Zinssätze. In den Vereinigten Staaten sanken die Aktiennotierungen hingegen insgesamt. Grund hierfür waren in erster Linie Kursverluste von Unternehmen im IT-Sektor. An den Märkten für Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verkleinerten sich die Renditeabstände sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar moderat ab und erwies sich in handelsgewichteter Rechnung als weitgehend stabil.

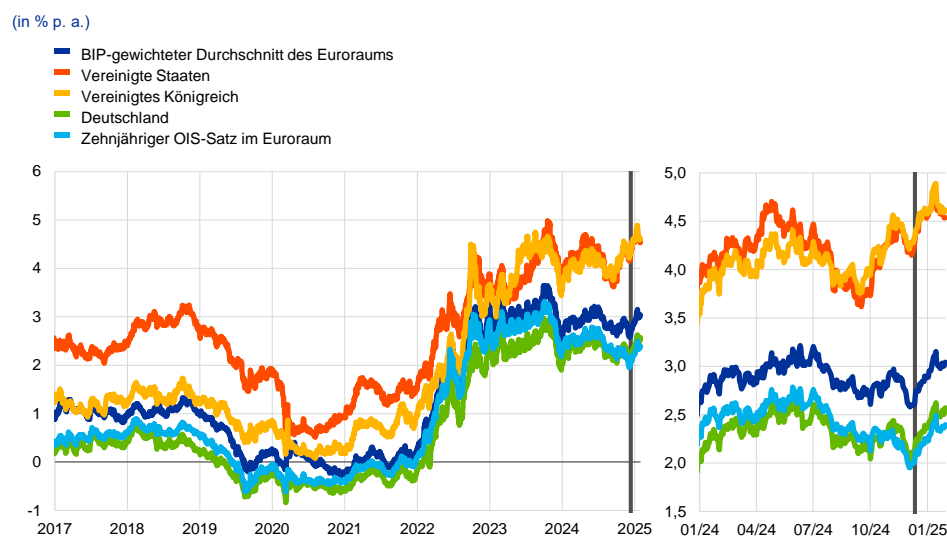
Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum zeigten im Berichtszeitraum, der nach der Dezember-Sitzung des EZB-Rats begann, einen Anstieg. Der Referenzsatz €STR notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,0 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung im Dezember wie allgemein erwartet entschieden hatte, die Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken. Die Überschussliquidität erhöhte sich um etwa 22 Mrd. € auf 2 923 Mrd. € und war damit weitgehend stabil. Geschuldet war dies in erster Linie dem Umstand, dass die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) im Dezember sowie die Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren (die dadurch bedingt war, dass das Eurosystem die Tilgungsbeträge fällig gewordener Wertpapiere, die es im Rahmen seiner geldpolitischen Ankaufprogramme hielt, nicht mehr reinvestiert) durch einen Rückgang der liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren (netto) ausgeglichen wurden. Die in die Terminkurve eingepreisten kurzfristigen Zinserwartungen, die zunächst gesunken waren, begannen in der Zeit um den Jahreswechsel bis Anfang Januar zu steigen. Grund hierfür waren höhere Energiepreise, auf die der Markt mit einer Aufwärtsanpassung der Inflationsaussichten reagierte. Die Finanzmärkte im Euroraum reagierten zudem auf die Veröffentlichung überraschend guter makroökonomischer Daten in den USA sowie auf die Erwartung, dass der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) die Zinsen in einem langsameren Tempo senken werde. Im Euroraum erhöhte sich die auf dem €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS-Satz) bei einjährigen Laufzeiten um 7 Basispunkte und bei zweijährigen Laufzeiten um 24 Basispunkte. Dies zeigt, dass die Märkte nun mit einer langsameren geldpolitischen Lockerung rechnen. Am Ende des

Berichtszeitraums preisten sie Zinssenkungen um insgesamt 90 Basispunkte bis Jahresschluss ein – 33 Basispunkte weniger als zu Beginn des Berichtszeitraums. Unterdessen stiegen auch die längerfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum an. Der zehnjährige nominale OIS-Satz kletterte um insgesamt 32 Basispunkte auf 2,4 %.

Die Abstände zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum und den risikofreien Zinssätzen vergrößerten sich geringfügig (siehe Abbildung 14). Die mit dem BIP gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet lag am Ende des Berichtszeitraums bei 3,0 % und damit 35 Basispunkte höher als zu Beginn. Somit vergrößerte sich der Abstand zum OIS-Satz um 4 Basispunkte. Die Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen war euroraumweit zu beobachten, wobei die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern in den meisten Fällen relativ gering ausfielen. Außerhalb des Eurogebiets erhöhten sich die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um 20 Basispunkte auf 4,5 % und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich um 25 Basispunkte auf 4,6 %.

Abbildung 14

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



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. Januar 2025.

Die Aktienkurse im Euroraum verzeichneten im Berichtszeitraum moderate Gewinne. Anfänglich gaben die marktbreiten Aktienindizes nach, lagen jedoch am Ende trotz der gestiegenen Zinsen 4,6 % im Plus. Unterstützend wirkte hier eine höhere Risikoneigung bei zugleich sehr wenigen wirklich überraschenden gesamtwirtschaftlichen Datenveröffentlichungen. Die entsprechenden Indizes in den Vereinigten Staaten gingen geringfügig zurück (-0,2 %). Grund hierfür war, dass sich die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des geldpolitischen Kurses veränderten. Im Euroraum stiegen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 3,6 %, die Kurse von Bankaktien um 10,9 % und die Kurse von sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften um 8,1 %. In den Vereinigten

Staaten notierten die Werte von Banken und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften zuletzt um 6,6 % bzw. 3,1 % höher als zu Beginn des Berichtszeitraums. Dagegen sanken die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 0,5 % – hauptsächlich aufgrund von Kursverlusten im IT-Sektor.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verkleinerten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment.

Die positive Marktstimmung spiegelte sich auch in den Renditeabständen von Unternehmensanleihen wider. So verringerten sich die Spreads trotz einer gewissen Volatilität sowohl im Investment-Grade-Bereich als auch im Hochzinsbereich um insgesamt 5 Basispunkte. Die Entwicklung im Investment-Grade-Segment war darauf zurückzuführen, dass sich die Spreads bei Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften um 7 Basispunkte einengten. Bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verringerten sie sich um 4 Basispunkte.

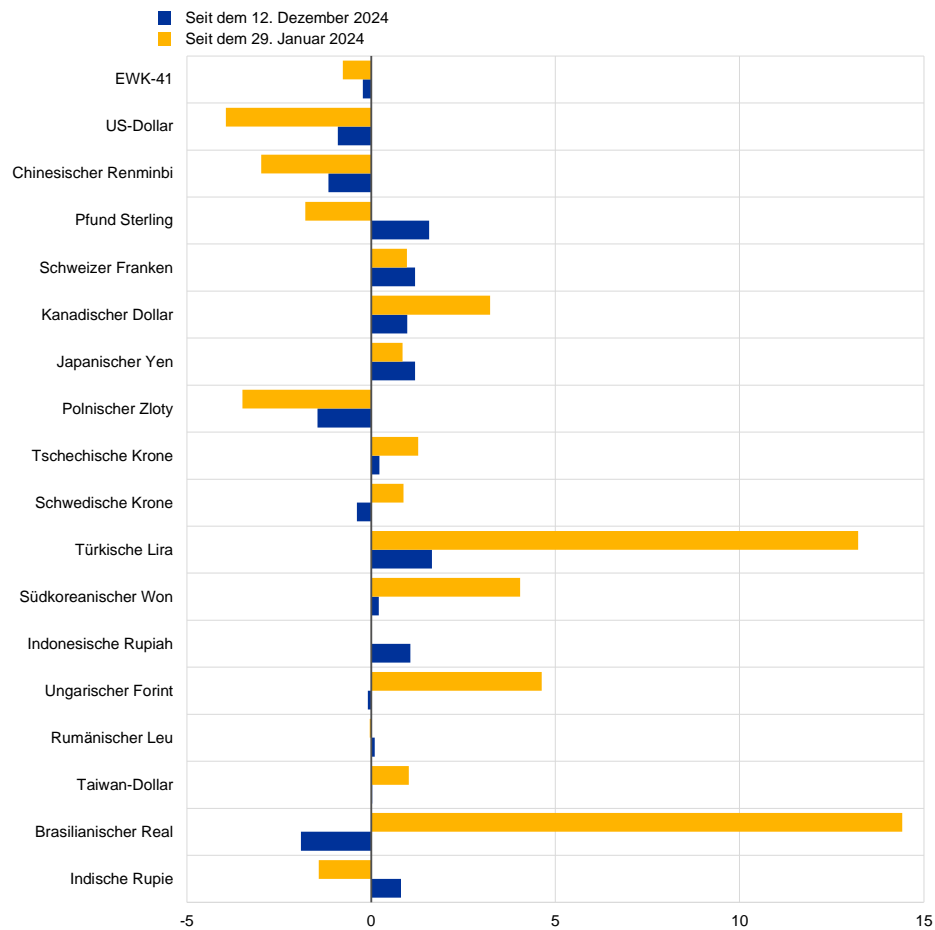
An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar moderat ab und erwies sich in handelsgewichteter Rechnung als weitgehend stabil

(siehe Abbildung 15). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, war im Berichtszeitraum im Wesentlichen stabil (-0,2 %). Grund hierfür war, dass sich die Veränderungen gegenüber den wichtigsten Währungen gegenseitig ausglich. Zum US-Dollar wertete der Euro um 0,9 % ab. Dies war in erster Linie durch landesspezifische Faktoren bedingt, etwa durch die Reaktion der Märkte auf die Dezember-Sitzung des FOMC, die Veröffentlichung robuster makroökonomischer Daten für die USA und die Erwartungen bezüglich der wirtschaftspolitischen Maßnahmen der neuen US-Regierung. Auch in Relation zum chinesischen Renminbi verlor der Euro an Wert (-1,2 %). Der Renminbi wertete seinerseits gegenüber dem US-Dollar ebenfalls ab, aber weniger stark. Dagegen legte der Euro zum Pfund Sterling um 1,6 % zu. Dahinter standen die zunehmende Erwartung von Leitzinssenkungen durch die Bank of England, schwächere Wirtschaftsdaten für das Vereinigte Königreich und die Unsicherheit in Bezug auf die Haushaltsperspektiven der Regierung. Der Schweizer Franken wertete zum Euro um 1,2 % ab, nachdem die Schweizerische Nationalbank ihren Leitzins im Dezember unerwartet stark gesenkt hatte. Über den Großteil des Jahres 2024 hinweg hatte der Schweizer Franken in Relation zum Euro noch beständig aufgewertet. Gegenüber dem japanischen Yen stand der Euro um 1,2 % im Plus. Die Euro-Wechselkurse im Verhältnis zu den meisten anderen wichtigen Währungen von Industrie- und Schwellenländern veränderten sich im Berichtszeitraum kaum.

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 29. Januar 2025.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Trotz der weiterhin restriktiven Finanzierungsbedingungen verbilligt sich die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte aufgrund der Leitzinssenkungen der EZB allmählich. Im November 2024 gingen die Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite gegenüber den zuvor verzeichneten Höchstständen weiter sukzessive zurück. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Hypothekarkredite verringerten sich im November auf 4,5 % bzw. 3,5 %. Die Kreditvergabe an Unternehmen und an private Haushalte belebte sich im Dezember, war aber immer noch schwach. Zurückzuführen war dies auf die nach wie vor gedämpfte Nachfrage und die restriktiven Kreditrichtlinien. Im Zeitraum vom 12. Dezember 2024 bis zum 29. Januar 2025 verteuerte sich die marktbasierende Fremdfinanzierung der Unternehmen, während sich ihre Finanzierung über Eigenkapital verbilligte. Darin spiegeln sich der gestiegene risikofreie Zinssatz und die gesunkene Aktienrisikoprämie wider. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2025 verschärfen sich die Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2024 infolge der Wahrnehmung höherer Kreditrisiken und einer geringeren Risikotoleranz. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite blieben unverändert, nachdem sie zuvor drei Quartale in Folge gelockert worden waren. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten erholte sich deutlich, wohingegen die Nachfrage nach Unternehmenskrediten weiterhin schwach war. In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das vierte Quartal 2024 meldeten die Unternehmen, dass die Zinssätze der Banken gesunken seien, während sich die sonstigen Kreditbedingungen abermals leicht verschärft hätten. Die Unternehmen gaben zudem an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten unverändert geblieben und die Verfügbarkeit von Bankkrediten etwas zurückgegangen sei. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sank im Dezember geringfügig auf 3,5 %.

Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum nahmen – ausgehend von einem Höchststand – sukzessive weiter ab. Darin spiegeln sich die jüngsten Leitzinssenkungen der EZB und der erwartete Zinspfad wider. Im

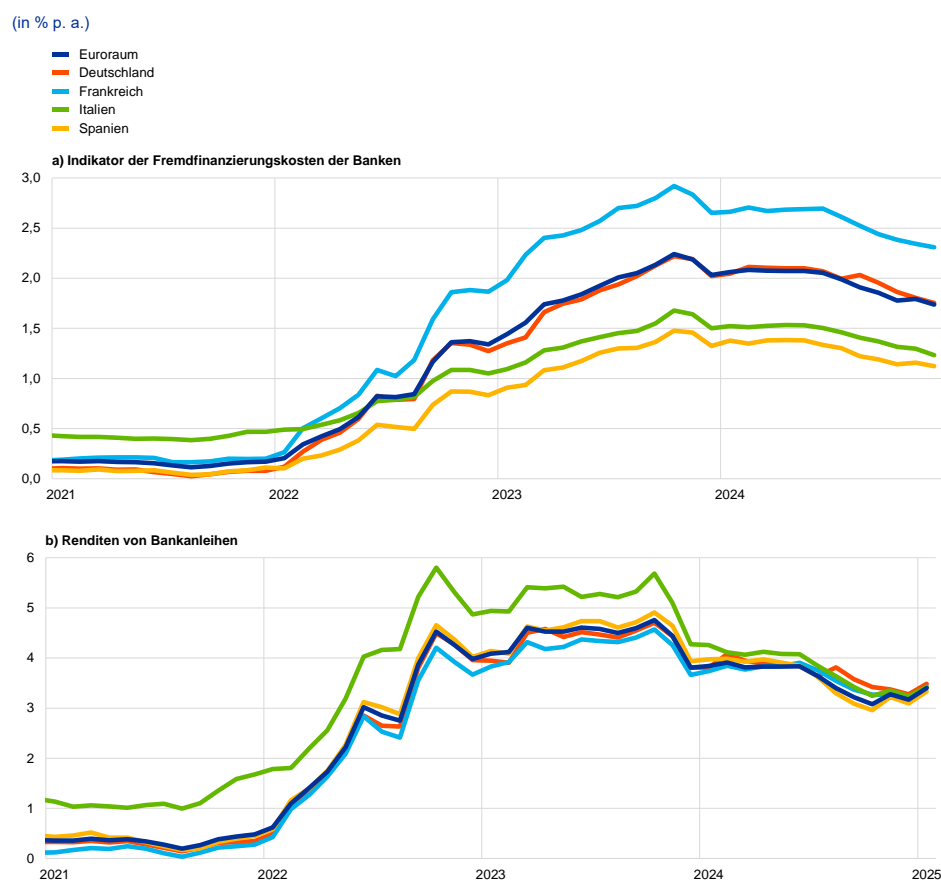
November 2024 verringerte sich der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum leicht auf 1,9 % (siehe Abbildung 16, Grafik a). Die niedrigeren Finanzierungskosten der Banken waren in erster Linie durch einen Rückgang der Renditen von Bankanleihen bedingt (siehe Abbildung 16, Grafik b). An den bis zum 29. Januar 2025 vorliegenden Daten lässt sich unterdessen ablesen, dass die Bankanleiherenditen aufgrund einer Neubewertung der risikofreien Zinssätze zuletzt unter Aufwärtsdruck geraten sind. Die durchschnittlichen Einlagenzinsen sanken weiter, sodass der gewichtete Zinssatz für Einlagen im November bei 1,2 % lag. Ursächlich für den Rückgang waren die niedrigeren Zinsen für Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist blieben hingegen weitgehend unverändert.

Die Bankbilanzen zeigten sich trotz eines schwachen wirtschaftlichen Umfelds insgesamt robust. Die Kapitalausstattung der Banken blieb im dritten Quartal 2024 weitgehend unverändert. Die Eigenkapitalquoten lagen deutlich über 15 %, und die

freiwilligen Eigenkapitalpuffer überstiegen die Anforderungen für das harte Kernkapital (CET1). Die Rentabilität der Banken war im dritten Quartal nach wie vor hoch. Allerdings dürfte der Abwärtsdruck auf die Erträge aus variabel verzinslichen Aktiva die Zinseinkünfte belasten, da die Zahl der Forderungsausfälle zu steigen beginnt. Der Anteil der notleidenden Kredite blieb weitgehend unverändert und lag in der Nähe des historischen Tiefstands, der im ersten Quartal 2023 verzeichnet wurde. Allerdings stieg der Anteil der Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko (Stufe-2-Kredite) 2024 leicht an, insbesondere bei den Ausleihungen an kleine Unternehmen und den Gewerbeimmobilienkrediten. Perspektivisch deutet dies auf eine Verschlechterung der Aktivaqualität und einen höheren Rückstellungsbedarf der Banken hin.

Abbildung 16

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

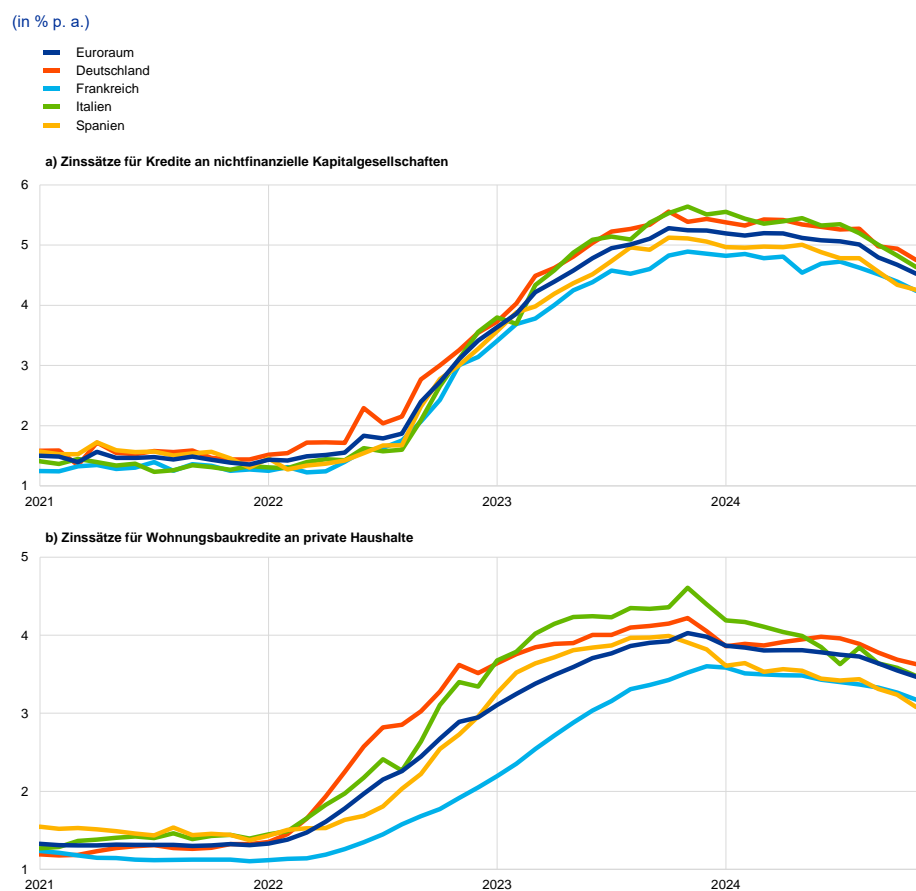


Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen sowie EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und der Finanzierung am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. den 29. Januar 2025 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte gingen weiter zurück. Vor dem Hintergrund der Leitzinssenkungen sind die Zinssätze für Ausleihungen an Unternehmen und private Haushalte seit Sommer 2024 rückläufig

(siehe Abbildung 17). Im November 2024 fielen die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum um 15 Basispunkte auf 4,52 % und lagen damit rund 80 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 17, Grafik a). Diese Entwicklung war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für Klein- und Großkredite an Unternehmen weitete sich im November auf 0,48 % aus. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte sanken unterdessen um 8 Basispunkte auf 3,47 % und lagen damit rund 60 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023 (siehe Abbildung 16, Grafik b). Zwischen den einzelnen Ländern waren jedoch Unterschiede zu beobachten. Der Rückgang betraf alle Zinsbindungsfristen, fiel aber bei den variabel verzinslichen Hypothekarkrediten stärker aus. Dennoch waren diese nach wie vor teurer als festverzinsliche Hypothekarkredite.

Abbildung 17
Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums



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

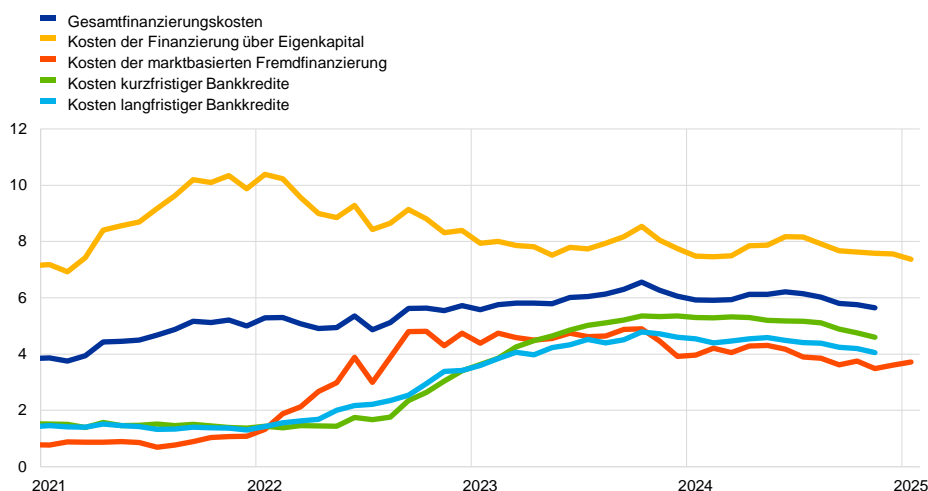
Im Zeitraum vom 12. Dezember 2024 bis zum 29. Januar 2025 erhöhten sich die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierete Fremdfinanzierung, während ihre Kosten für die Eigenfinanzierung sanken. Auf

Basis der bis November 2024 verfügbaren Monatswerte⁸ verringerten sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im November gegenüber dem Vormonat auf 5,6 %. Sie sanken damit weiter unter das Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 18). Ursächlich für den Rückgang im November waren niedrigere Kosten sowohl für die marktbasierter Fremdfinanzierung als auch für Bankkredite. Demgegenüber blieben die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung nahezu unverändert. Aus den Tageswerten vom 12. Dezember 2024 bis zum 29. Januar 2025 geht hervor, dass sich die marktbasierter Fremdfinanzierung in diesem Zeitraum aufgrund einer Aufwärtsverlagerung der Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS-Kurve) verteuerte. Zugleich verbilligte sich Eigenkapitalfinanzierung, da die gesunkene Aktienrisikoprämie den gestiegenen langfristigen risikofreien Zinssatz (näherungsweise anhand des zehnjährigen OIS-Zinssatzes bestimmt) ausglich.

Abbildung 18

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (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 29. Januar 2025 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf November 2024 (Monatswerte).

Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte belebte sich im Dezember, war aber immer noch schwach. Zurückzuführen war dies auf die nach wie vor gedämpfte Nachfrage und die restriktiven Kreditrichtlinien.

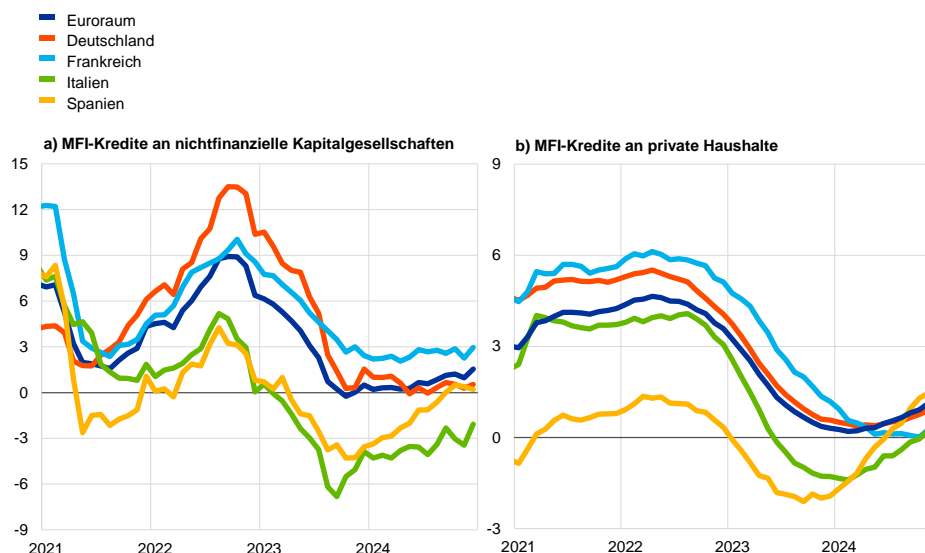
Aufgrund eines kräftigen monatlichen Zuflusses stieg die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen von 1,0 % im November auf 1,5 % im Dezember 2024 (siehe Abbildung 19, Grafik a). Sie lag jedoch weiterhin deutlich

⁸ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis November 2024 vor.

unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,8 %. Die jährliche Zuwachsrate der Unternehmensschuldschreibungen ging indes im selben Zeitraum von 3,6 % auf 3,2 % zurück. Auch die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte lag nach wie vor erheblich unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,1 %, nahm aber im Dezember weiter auf 1,1 % zu, verglichen mit 0,9 % im November (siehe Abbildung 19, Grafik b). Für diese allmähliche Erholung waren weiterhin die Wohnungsbaukredite verantwortlich. Die Konsumentenkredite legten im Dezember um 3,6 % zu. Derweil ist die Vergabe der sonstigen Kredite an private Haushalte, zu denen auch Kredite an Einzelunternehmen zählen, immer noch rückläufig, wenngleich sich diese Entwicklung verlangsamt. In der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom November gaben unter dem Strich nach wie vor mehr Haushalte eine Verschärfung des Kreditzugangs an als eine Lockerung.

Abbildung 19
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2025 strafften die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im vierten Quartal 2024 abermals. Die Kreditrichtlinien für Wohnungsbaukredite blieben indes weitgehend unverändert, nachdem sie zuvor drei Quartale in Folge gelockert worden waren (siehe Abbildung 20). Die Richtlinien für Unternehmenskredite wurden unter dem Strich so stark verschärft wie zuletzt im dritten Quartal 2023. Zugleich nahm der Anteil abgelehnter Kreditanträge zu. Ausschlaggebend für die Verschärfung war, dass die Banken die Risiken im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten höher einschätzten und ihre Risikotoleranz abnahm. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieben den Banken zufolge weitgehend unverändert, während sich der Anteil der abgelehnten Anträge leicht verringerte. Damit entwickelten sich die Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite anders als von den Banken erwartet. In

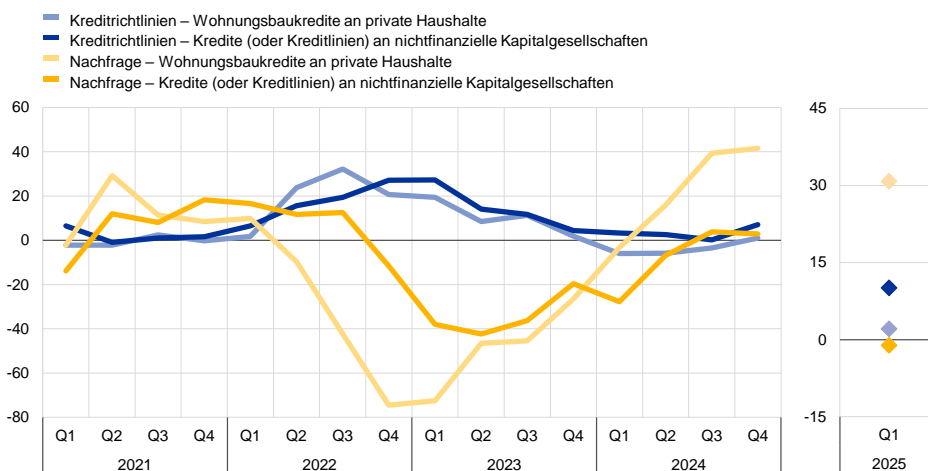
der vorangegangenen Umfrage hatten sie nämlich noch mit einer deutlichen Lockerung gerechnet. Was die Bestimmungsfaktoren betrifft, so wirkte der Wettbewerb zwischen den Banken tendenziell lockernd auf die Richtlinien für Wohnungsbaukredite, während die Risikotoleranz und die Risikowahrnehmung einen verschärfenden Effekt hatten. Bei den Konsumentenkrediten und den sonstigen Krediten an private Haushalte meldeten die Banken per saldo eine Zunahme der abgelehnten Anträge und eine abermals restriktivere Ausgestaltung der Kreditrichtlinien. Verantwortlich hierfür waren vor allem die Risikowahrnehmung und Risikotoleranz der Banken. Für das erste Quartal 2025 erwarten die Banken eine weitere Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmens-, Konsumenten- und Wohnungsbaukrediten.

Im vierten Quartal 2024 meldeten die Banken eine zwar leicht gestiegene, aber insgesamt weiterhin schwache Nachfrage nach Unternehmenskrediten. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten habe sich indessen weiter kräftig erholt. Die regere Kreditnachfrage der Unternehmen war auf die gesunkenen Zinsen zurückzuführen, während Anlageinvestitionen nur eine untergeordnete Rolle spielten. Bei den Wohnungsbaukrediten spiegelte der kräftige Nachfrageanstieg vor allem den Zinsrückgang, in geringerem Maße aber auch die verbesserten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt wider. Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten wurde zwar ebenfalls durch die sinkenden Zinsen gestützt, zugleich aber durch das schwache Verbrauchervertrauen, geringe Ausgaben für Gebrauchsgüter sowie die Nutzung alternativer Finanzierungsquellen von anderen Banken und von Nichtbanken gedämpft. Für das erste Quartal 2025 erwarten die Banken im Euroraum unter dem Strich eine weitgehend unveränderte Nachfrage nach Unternehmenskrediten, während die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten weiter anziehen dürfte.

Abbildung 20

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

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien bzw. einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten)



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo 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 prozentuale Saldo 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 der Banken in der aktuellen Erhebung dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024.

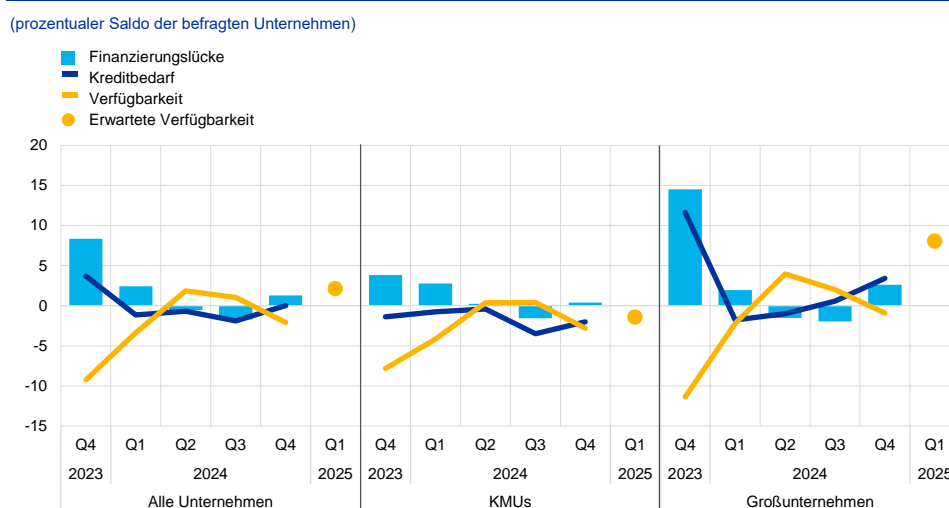
Die Antworten auf die Zusatzfragen der Umfrage deuten darauf hin, dass sich der Zugang zur Finanzierung etwas verschlechterte und dass die Risikowahrnehmung in Bezug auf die Kreditqualität einen verschärfenden Effekt auf die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmens- und Verbraucherkrediten hatte. Den Banken zufolge verschlechterte sich ihr Zugang zur Retail-Refinanzierung, zur Refinanzierung über den Geldmarkt und zur Refinanzierung über Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2024 etwas. Aufsichtliche und regulatorische Maßnahmen trugen unter dem Strich zu einer Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen sowie der liquiden und risikogewichteten Aktiva der Banken bei. Dies wiederum hatte einen verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien, vor allem bei Unternehmenskrediten. Auch die von den Banken wahrgenommene Qualität ihrer Kreditportfolios wirkte im zweiten Halbjahr 2024 stark in Richtung einer Verschärfung der Richtlinien sowohl für Unternehmens- als auch für Konsumentenkredite. Der Effekt auf die Richtlinien für Wohnungsbaukredite fiel hingegen neutral aus. Die Banken gestalteten die Richtlinien für Unternehmenskredite in dieser Zeit für alle wichtigen Wirtschaftsbereiche restriktiver aus, vor allem aber für den Gewerbeimmobiliensektor, den Groß- und Einzelhandel, das Baugewerbe und das energieintensive verarbeitende Gewerbe. Mit Ausnahme des Groß- und Einzelhandels fragten alle genannten Sektoren per saldo weniger Kredite nach. In den anderen Sektoren blieb die Nachfrage weitgehend unverändert. Nach Angaben der Banken wirkte sich der Rückgang der beim Eurosystem gehaltenen Überschussliquidität in der zweiten Jahreshälfte 2024 neutral auf ihr Kreditvergabeverhalten aus. Für das erste Halbjahr 2025 erwarten sie ein ähnliches Ergebnis.

In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) berichteten die Unternehmen, dass die Bankzinsen gesunken seien und sich die sonstigen Kreditbedingungen abermals leicht verschärft hätten.

Im vierten Quartal 2024 meldeten per saldo 4 % der Unternehmen einen Rückgang der Bankzinsen, während im Quartal zuvor unter dem Strich noch 4 % einen Anstieg angegeben hatten. Unterdessen antworteten per saldo 22 % der Unternehmen (nach 30 % im dritten Quartal 2024), dass die sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen gestiegen seien. Darüber hinaus meldeten die Unternehmen strengere Sicherheitenanforderungen als im dritten Quartal 2024.

Abbildung 21

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



Quellen: Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der Finanzierungslücke kombiniert Daten zum Finanzierungsbedarf mit Daten zur Verfügbarkeit von Bankkrediten auf Unternehmensebene. Er nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Die erwartete Verfügbarkeit wurde um einen Zeitraum nach vorne verschoben, um einen direkten Vergleich mit den realisierten Werten zu ermöglichen. Zur Ermittlung der gewichteten Nettosaldo werden die Werte mit 100 multipliziert. Die Angaben beziehen sich auf die zweite Pilotrunde und die Umfragerunden 30 (Oktober bis Dezember 2023) bis 33 (Oktober bis Dezember 2024).

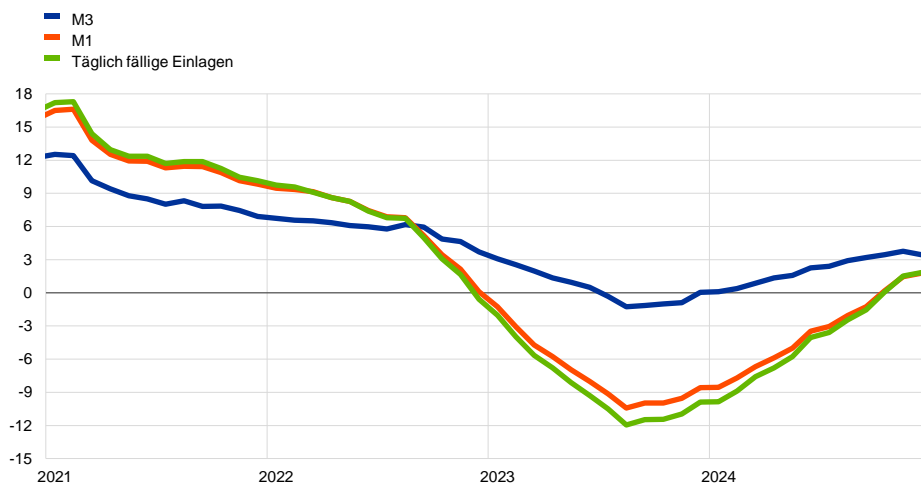
Den befragten Unternehmen zufolge blieb der Bedarf an Bankkrediten unverändert, während sich ihre Verfügbarkeit etwas verschlechterte. Für die nächsten drei Monate erwarteten nur wenige Unternehmen eine deutliche Verbesserung (siehe Abbildung 21). Die etwas geringere Verfügbarkeit von Bankkrediten im vierten Quartal 2024 fiel mit der jüngsten Verschärfung der Kreditvergabepolitik der Banken zusammen, die laut der Umfrage zum Kreditgeschäft vor allem die Kreditrichtlinien betraf. So meldeten per saldo 1 % der Unternehmen eine Vergrößerung der Finanzierungslücke (eines Index, der die Differenz zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und deren Verfügbarkeit angibt), während im Quartal zuvor per saldo 2 % der Firmen von einer Verkleinerung berichtet hatten. Mit Blick auf die Zukunft gehen die Unternehmen insgesamt davon aus, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten in den nächsten drei Monaten etwas verbessern wird. Diese Erwartung wird allerdings vor allem von

den Großunternehmen vertreten, während die KMUs mit einer etwas schlechteren Verfügbarkeit rechnen.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sank im Dezember geringfügig auf 3,5 %, wobei sie im Monatsverlauf eine gewisse Volatilität aufwies. Das jährliche Wachstum von M3 lag im Dezember 2024 bei 3,5 % nach 3,8 % im November. Gegenüber Oktober blieb es indessen weitgehend unverändert (siehe Abbildung 22). Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, stieg im Dezember weiter auf 1,8 %, verglichen mit 1,5 % im November. Die jährliche Zuwachsrate der täglich fälligen Einlagen – einer der Komponenten von M1 – erhöhte sich von 1,5 % im November auf 1,8 % im Dezember. Der Beitrag der monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland, die seit Ende 2023 die wichtigste Quelle der Geldschöpfung darstellen, zeigt erste Anzeichen einer Abschwächung, während der Beitrag der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte an Gewicht zunimmt. Gedämpft wurde die Geldmengendynamik unterdessen weiterhin durch die fortwährende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems. Eine Rolle spielte aber auch, dass die Banken verstärkt (nicht zu M3 zählende) langfristige Anleihen emittierten, weil die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) Ende 2024 ausliefen.

Abbildung 22
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2024.

Kästen

1 Inflationssichten im Dienstleistungssektor in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich

Filippo Arigoni, Baptiste Meunier, Isabella Moder und Adrian Schmith

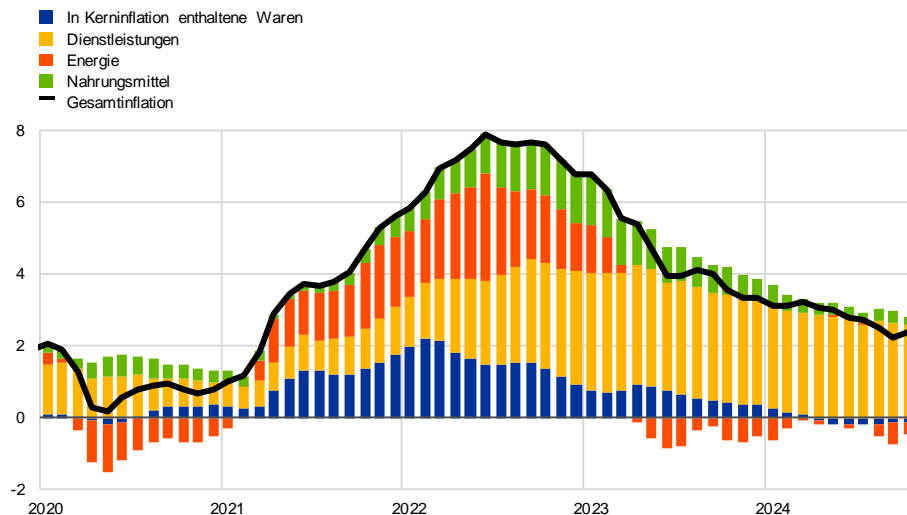
Während sich die Gesamtinflation in den Industrieländern in den vergangenen beiden Jahren deutlich verlangsamt hat, sind die Teuerungsraten bei den Dienstleistungen nach wie vor hoch. Seit ihrem Höchststand Mitte 2022 ist die Gesamtinflation in den Industrieländern (ohne Euroraum) erheblich zurückgegangen. Geschuldet war dies vor allem sinkenden oder sogar negativen Beiträgen der Energiepreise sowie der in der Kernrate erfassten Preise für Waren (siehe Abbildung A). Zugleich blieb der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen auf einem hohen Niveau. Er stellt die weitaus größte Komponente der Gesamtinflation dar.¹ Im vorliegenden Kasten werden die maßgeblichen Bestimmungsfaktoren der Teuerung bei den Dienstleistungen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich untersucht. Dabei wird die Dienstleistungsinflation ohne Mieten vom Preisauftrieb bei Wohnungsmieten abgegrenzt, da beide Faktoren eine unterschiedliche Entwicklung aufweisen. Aus der Analyse geht insbesondere hervor, dass der Anspannung am Arbeitsmarkt und dem Aufholprozess bei der Teuerung im Dienstleistungssektor ohne Mieten eine große Bedeutung zukommt.²

¹ Ein Faktor für den kräftigen Beitrag der Dienstleistungsinflation – verglichen mit dem Anstieg der in der Kernrate erfassten Preise für Waren sowie der Preise für Energie oder Nahrungsmittel – ist das größere Gewicht der Dienstleistungen im VPI. Auf Grundlage der Gewichte für den OECD-Raum beträgt es 53,9 % gegenüber 25,6 % für in der Kernrate enthaltene Waren, 12,7 % für Nahrungsmittel und 7,8 % für Energie. Beeinflusst werden könnte die Entwicklung auch dadurch, dass Energiepreisschocks langsamer auf die Dienstleistungsinflation durchwirken als auf den Preisauftrieb bei Energie oder bei in der Kernrate erfassten Waren. Siehe hierzu beispielsweise L. Kilian, The Economic Effects of Energy Price Shocks, Journal of Economic Literature, Bd. 46, Ausgabe 4, Dezember 2008, S. 871-909.

² Eine Analyse der Bedeutung des Aufholprozesses für die Lohnsteigerungen im Euroraum findet sich in: EZB, Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums und die Rolle der Lohndrift, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2024.

Abbildung A Gesamtinflation in ausgewählten Industrieländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Berechnet als gewichteter Durchschnitt der Daten für acht Industrieländer ohne Euroraum (Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich, Kanada, Japan, Norwegen, Dänemark, Schweden, Schweiz). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2024.

Empirische Analysen deuten darauf hin, dass Lohnsteigerungen wichtige Triebkräfte der Dienstleistungsinflation ohne Mieten waren.

Die Ergebnisse einer ökonometrischen Analyse lassen darauf schließen, dass das Lohnwachstum grundsätzlich der wichtigste Faktor für in der Kerninflation enthaltene Preissteigerungen bei Dienstleistungen ohne Mieten war (siehe Abbildung B).³ Für den sprunghaften Anstieg der Teuerung bei den Dienstleistungen in den Jahren 2022 und 2023 spielten auch die Vorleistungspreise eine wichtige Rolle. Damals erhöhten sich die Erzeugerpreise aufgrund von Lieferengpässen und großen Energiepreisschocks und waren schließlich doppelt so hoch wie vor Ausbruch der Corona-Pandemie.⁴ Der von den Vorleistungspreisen ausgehende Preisdruck hat jedoch nachgelassen, da sich der Preisauftrieb bei den Erzeugerpreisen erheblich verringert hat. Daher wird die Dienstleistungsinflation nun maßgeblich durch den nominalen Lohndruck bestimmt. Die Ursachen des Inflationsdrucks haben sich somit von globalen hin zu binnenwirtschaftlichen Faktoren verlagert. Darin schlagen sich

³ Bei dem Modell, das auf dem [Monetary Policy Report – August 2024](#) der Bank of England basiert, handelt es sich um ein Autoregressive-Distributed-Lag-Modell (ARDL-Modell). Dabei stellt die Teuerung bei Dienstleistungen ohne Mieten eine endogene Variable dar, und das nominale Lohnwachstum, die Arbeitsproduktivität und die Erzeugerpreisinflation fließen als exogenen Variablen ein. Die Schätzung erfolgt anhand von Quartalswerten für den Zeitraum von 1988 bis 2024. Der Literatur zufolge werden Preisänderungen von der Differenz zwischen den Nominallöhnen und der Arbeitsproduktivität beeinflusst. Wenn das nominale Lohnwachstum höher ist als der Anstieg der Arbeitsproduktivität, nehmen die Gesamtarbeitskosten je Produktionseinheit zu und die Preise steigen. Siehe hierzu beispielsweise G. Barlevy und L. Hu, [Unit Labor Costs and Inflation in the Non-Housing Service Sector](#), Chicago Fed Letter, Nr. 477, Federal Reserve Bank of Chicago, 2023. Im Einklang mit diesen Erkenntnissen wird der Beitrag der Differenz zwischen Löhnen und Produktivität als Summe der Beiträge des Nominallohnwachstums (das im Modell einen positiven Koeffizienten hat, da höhere Löhne bis zu einem gewissen Grad auf die Verbraucherpreise durchwirken) und der Arbeitsproduktivität ermittelt (die im Modell einen negativen Koeffizienten aufweist, weil eine höhere Produktivität zu niedrigeren Stückpreisen führt).

⁴ Die Erzeugerpreise beziehen sich hinsichtlich der Vereinigten Staaten auf landwirtschaftliche und gewerbliche Erzeugnisse und hinsichtlich des Vereinigten Königreichs auf gewerbliche Erzeugnisse.

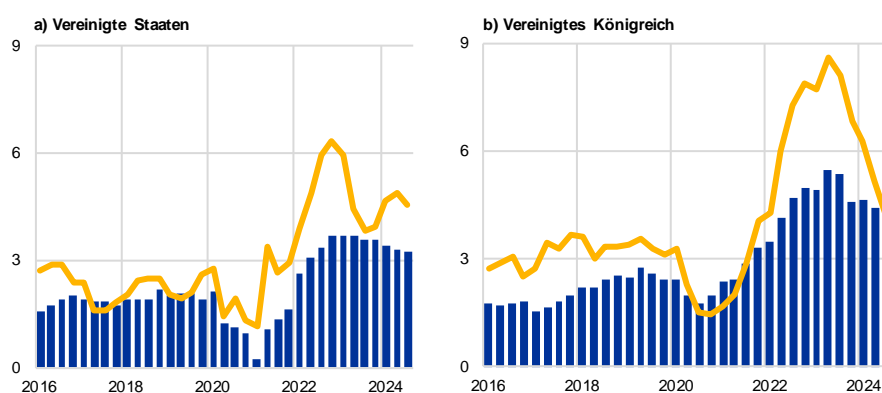
Zweitrundeneffekte nieder, da bei den Nominallöhnen ein Aufholprozess zum Ausgleich der Inflationsentwicklung eingesetzt hat.⁵ Dies steht im Einklang mit dem anhaltend hohen Nominallohnanstieg in den USA und im Vereinigten Königreich (3,9 % bzw. 5,3 % im zweiten Quartal 2024) sowie mit der Persistenz der Inflation im Dienstleistungssektor, die ungeachtet des von anderen Faktoren ausgehenden Abwärtsdrucks vorherrscht.

Abbildung B

Beitrag der Löhne zu den in der Kerninflationsrate enthaltenen Preissteigerungen bei Dienstleistungen ohne Mieten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

■ Beitrag der Differenz zwischen Löhnen und Produktivität
 — Teuerung bei Dienstleistungen ohne Mieten



Quellen: Nationale Daten, OECD und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Zerlegung basiert auf dem [Monetary Policy Report – August 2024](#) der Bank of England. Bei dem vorliegenden Modell handelt es sich um ein ARDL-Modell, bei dem die Teuerung bei Dienstleistungen ohne Mieten, das Lohnwachstum, die Arbeitsproduktivität und die Erzeugerpreis-inflation einbezogen werden. Die Schätzung erfolgt anhand von Quartalswerten für den Zeitraum von 1988 bis 2024. Die Differenz zwischen den Löhnen und der Produktivität wird als Summe der jeweiligen Beiträge des Nominallohnwachstums und der Arbeitsproduktivität berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Die Anspannung am Arbeitsmarkt und Aufholprozesse waren wesentliche Faktoren für die Beschleunigung des Lohnwachstums nach der Pandemie und für seine jüngste Abschwächung.

Eine Untersuchung der dem Nominallohnanstieg zugrunde liegenden Faktoren lässt darauf schließen, dass sich die Entwicklung des Lohnwachstums in den USA und im Vereinigten Königreich größtenteils mit der Anspannung an den Arbeitsmärkten und einer verzögerten Inflation erklären lässt. Dies ist auf Zweitrundeneffekte zurückzuführen, die sich aus dem Aufholprozess bei den Nominallöhnen zum Ausgleich der zurückliegenden Inflation ergeben (siehe Abbildung C).⁶ In den Vereinigten Staaten trugen sowohl die angespannte Arbeitsmarktlage als auch die hohen Inflationsraten zum seit 2021 beschleunigten Lohnwachstum bei. Nach dem Höchststand Mitte 2022 begann das Lohnwachstum wieder zu sinken, was in gleichem Maße durch eine nachlassende

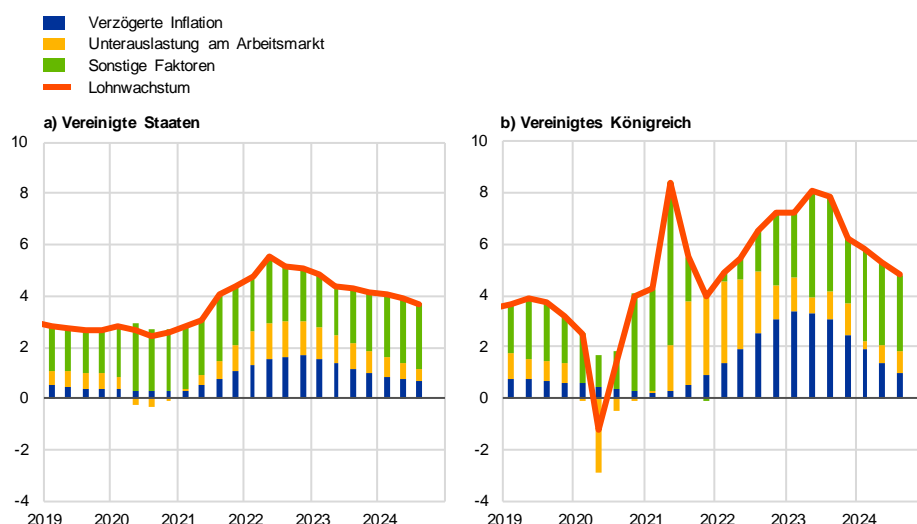
⁵ Auch wenn dies nicht direkt im Modell erfasst wird, könnten auch die Gewinnmargen der Unternehmen den Inflationsschub mit beeinflusst haben. Für die Vereinigten Staaten finden sich hierzu Hinweise in: R. Gerinovic und L. Metelli, [The evolution of firm markups in the US and implications for headline and core inflation](#), VoxEU, Centre for Economic Policy Research, Dezember 2023, und für das Vereinigte Königreich in: P. Bunn, L. S. Anayi, N. Bloom, P. Mizen, G. Thwaites und I. Yotzov, [Firming up Price Inflation](#), Working Paper des NBER, Nr. 30505, 2022.

⁶ Siehe J. L. Yellen, [Inflation, Uncertainty and Monetary Policy](#), Rede anlässlich der 59. Jahrestagung der National Association for Business Economics, Board of Governors of the Federal Reserve System, 26. September 2017.

Anspannung am Arbeitsmarkt und eine niedrigere Inflation gestützt wurde. Im Vereinigten Königreich sind die Beiträge dieser beiden Faktoren hingegen zeitlich anders einzuordnen. Die angespannte Lage am Arbeitsmarkt spielte eine wichtige Rolle bei der anfänglichen Beschleunigung des Lohnwachstums in der zweiten Jahreshälfte 2021, was in erster Linie auf die spezifischen Bedingungen im Vereinigten Königreich zurückzuführen war. So ging etwa die Zahl der Erwerbspersonen aufgrund der Zunahme krankheitsbedingter langfristiger Abwesenheiten und des durch den Brexit bedingten Arbeitskräftemangels zurück.⁷ Der verzögerten Inflation, die wahrscheinlich mit Zweitrundeneffekten im Zusammenhang stand, kam ab dem zweiten Halbjahr 2022 eine größere Bedeutung zu. Seit Ende 2022 und Anfang 2023 hat sich die Anspannung am Arbeitsmarkt allmählich abgeschwächt, während die verzögerte Inflation nach wie vor die Haupttriebkraft des Lohnwachstums ist, das über dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau liegt.⁸

Abbildung C Zerlegung des nominalen Lohnwachstums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, Office for National Statistics des Vereinigten Königreichs, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zerlegung basiert auf J. L. Yellen, *Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy*, a. a. O. Das Modell verwendet Angaben zum Lohnwachstum im privaten Sektor sowie zur Arbeitsproduktivität, verzögerten Inflation und Unterauslastung am Arbeitsmarkt. Die Schätzung erfolgt anhand von Daten für den Zeitraum 2007 bis 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Zukunftsgerichtete Indikatoren deuten auf eine Abschwächung des Lohnwachstums hin. Der von Indeed veröffentlichte Lohnindikator gilt allgemein als

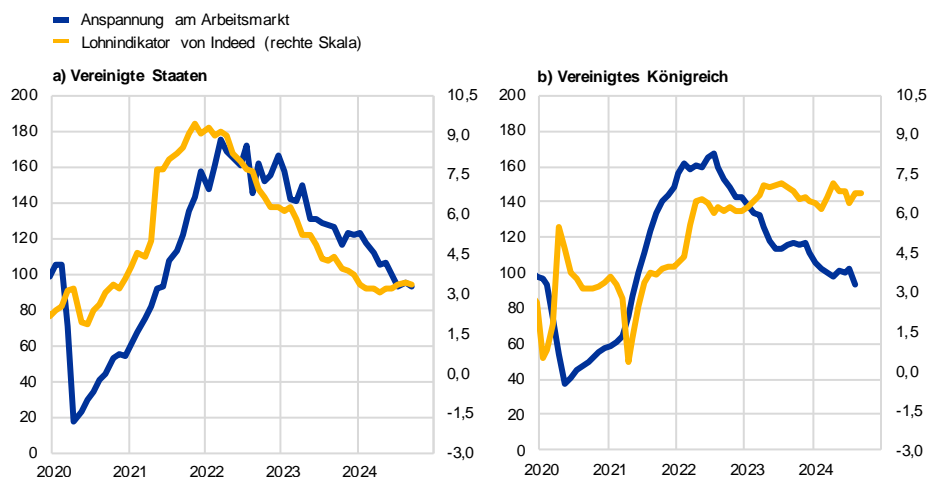
⁷ Siehe G. Li und C. Mulas-Granados, *The Recent Decline in United Kingdom Labor Force Participation: Causes and Potential Remedies*, Selected Issues Papers des IWF, Nr. 2023/051, 2023.

⁸ Im Vereinigten Königreich ist der Umstand, dass die Unterauslastung am Arbeitsmarkt seit 2023 in unterschiedlichem Maße zum Lohnwachstum beiträgt, den Schwankungen der offiziellen Arbeitslosenquote zuzuschreiben. Ursächlich hierfür ist vor allem die stark rückläufige Teilnahme an der Arbeitskräfteerhebung. Unterdessen ging die Zahl der offenen Stellen im gleichen Zeitraum im Einklang mit der nachlassenden Anspannung konstant zurück. Das negative Lohnwachstum während der Pandemie lässt sich durch die Regelungen zur befristeten Freistellung von Arbeitskräften erklären, die von März 2020 bis September 2021 in Kraft waren und bei einigen freigestellten Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern zu Lohninbußen führten.

Frühindikator für das Lohnwachstum, da er auf den Gehaltsangeboten in Stellenanzeigen im Internet basiert. Die jüngsten Werte lassen darauf schließen, dass das Lohnwachstum in den USA zurückgeht und sich im Vereinigten Königreich auf einem relativ hohen Niveau stabilisiert (siehe Abbildung D). Im dritten Quartal 2024 wies der Indikator für die Vereinigten Staaten das dritte Quartal in Folge Werte zwischen 3 % und 3,5 % auf. Damit zeichnet sich ein Einpendeln auf dem Vorpandemieniveau ab. Der Indikator für das Vereinigte Königreich stabilisierte sich ebenfalls in den vergangenen drei Quartalen und zeigte eine Zuwachsrate von 6 % bis 7 % gegenüber dem Vorjahr an. Während die Zeitreihe für das tatsächliche nominale Lohnwachstum im Vereinigten Königreich deutliche Anzeichen dafür erkennen lässt, dass sich der Anstieg allmählich abschwächt (siehe Abbildung C), und zukunftsgerichtete Unternehmensumfragen ebenfalls auf eine Verlangsamung hindeuten, besteht nach wie vor eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes der Abschwächung. Dies legt der unveränderte Wert des Indeed-Indikators nahe. Auch die jüngsten Daten zum Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl – ein Indikator für die Anspannung am Arbeitsmarkt – deuteten in beiden Ländern eindeutig auf eine Verlangsamung und eine Rückkehr zu den Durchschnittswerten hin, die vor der Pandemie verzeichnet wurden. Dies steht im Einklang damit, dass das Lohnwachstum im Vereinigten Königreich in der näheren Zukunft nachlassen dürfte, wenn auch mit zeitlicher Verzögerung.

Abbildung D
Zukunftsgerichtete Indikatoren der Anspannung am Arbeitsmarkt und der Löhne

(linke Skala: Index: 2019 = 100; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



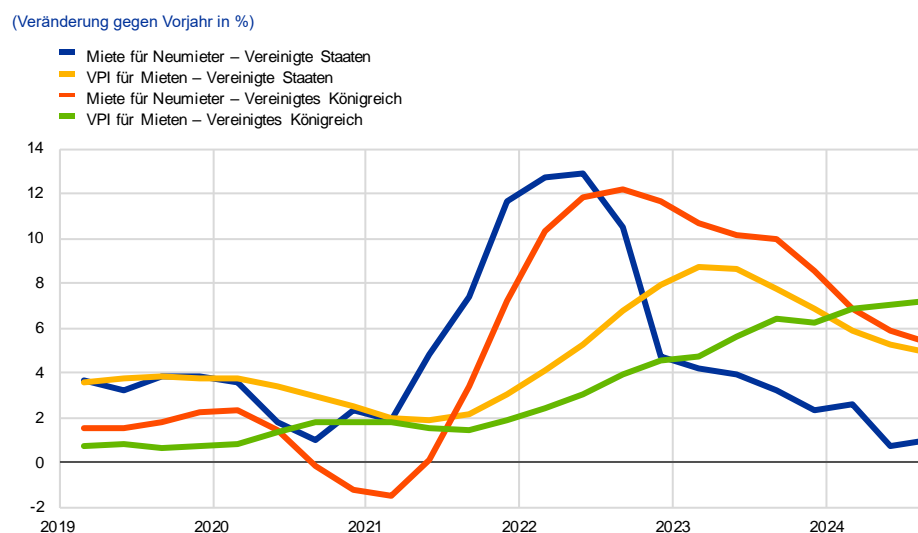
Quellen: US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, Office for National Statistics des Vereinigten Königreichs, Indeed Hiring Lab und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Anspannung am Arbeitsmarkt wird als Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl gemessen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich entfällt zudem ein erheblicher Teil der Dienstleistungsinflation auf den Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten. Der Anstieg der Mieten (ohne Ausgaben für selbst genutztes Wohneigentum) macht in den USA und im Vereinigten Königreich 12 % bzw. 16 % der Teuerung bei den Dienstleistungen aus.⁹ Tendenziell weist der Preisauftrieb bei

⁹ Im Euroraum liegt der Anteil der Mieten an der Dienstleistungsinflation bei 13 %.

den Mieten eine hohe Persistenz auf, da sich nur neue Verträge und aus vertraglichen Gründen neu ausgehandelte Vereinbarungen auf den Bestand an Mietverträgen auswirken. Daher schlugen sich große Inflationsschocks wie jene, die in den vergangenen Jahren eingetreten sind, nur mit zeitlicher Verzögerung in der Teuerung bei Wohnungsmieten insgesamt nieder. Ab 2021 erhöhten sich die Mieten sowohl im Vereinigten Königreich als auch in den Vereinigten Staaten, wo sie sogar noch stärker stiegen. Das Wachstum erreichte dort Mitte 2023 vermutlich seinen Höchststand (siehe Abbildung E). Die von unabhängigen Maklern bereitgestellten Daten zu neuen Mietverträgen, die eine hohe Korrelation mit der am VPI gemessenen Teuerung bei Mieten in einem Jahr aufweisen, deuten darauf hin, dass sich der Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten auf kurze Sicht in den Vereinigten Staaten weiter verringern und im Vereinigten Königreich erstmals wieder abschwächen dürfte.

Abbildung E
Frühindikatoren der Teuerung bei den Wohnungsmieten



Quellen: Haver, Zoopla Rental Index (Vereinigtes Königreich) und US Bureau of Labor Statistics.
Anmerkung: Die vierteljährlichen Ergebnisse wurden als Dreimonatsdurchschnitte der monatlichen Daten errechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit entspricht der bei „Miete für Neumieter – Vereinigtes Königreich“ für das dritte Quartal 2024 zugrunde gelegte Wert jenem für Juli 2024.

Ein schwächeres Lohnwachstum und ein geringerer Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten dürfte zu einer Verringerung der Dienstleistungsinflation führen, wenngleich das Tempo des Rückgangs nach wie vor ungewiss ist.

Zukunftsgerichtete Indikatoren deuten auf eine Verlangsamung des Lohnwachstums und des Mietanstiegs vor dem Hintergrund der in den beiden hier betrachteten Ländern noch immer restriktiven Geldpolitik hin. Sollten sich beide Faktoren im Einklang mit den zukunftsgerichteten Indikatoren auf kurze Sicht abschwächen, dürfte der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen sowohl im Vereinigten Königreich als auch in den USA zurückgehen. Allerdings ist das Tempo der Disinflation noch immer ungewiss. Sollte das Lohnwachstum anhaltend hoch bleiben, könnte die Teuerung bei den Dienstleistungen unerwartet hartnäckig ausfallen. Dies wäre vor allem dann der Fall, wenn die Lage am Arbeitsmarkt angespannt bleibt oder die Lohnforderungen der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer weiterhin hoch sind, um

die Erosion der Reallöhne durch die vorangegangene Inflation auszugleichen. Darüber hinaus könnten strukturelle Verschiebungen im Lohn- und Preissetzungsverhalten zu der jüngst zu beobachtenden Inflationpersistenz beigetragen haben. Auch sie könnten in nächster Zeit noch eine Rolle spielen.¹⁰

¹⁰ Siehe Bank of England, Alternative cases for the persistence of domestic inflationary pressures, Kasten A in: [Monetary Policy Report – November 2024](#), November 2024.

Steigen die Realeinkommen oder nicht? Wahrnehmung der privaten Haushalte und deren Bedeutung für den Konsum

Adam Baumann, Luca Caprari, Georgi Kocharkov und Omiros Kouvavas

Die privaten Konsumausgaben sind in den letzten Jahren langsamer gestiegen als das real verfügbare Einkommen.¹ Abbildung A zeigt die divergierende Entwicklung von Realeinkommen und privaten Konsumausgaben in den vergangenen drei Jahren. Aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass die Realeinkommen der privaten Haushalte vom zweiten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2024 um 3,8 % gestiegen sind. Doch die realen privaten Konsumausgaben folgten diesem Trend nicht, sondern wuchsen im selben Zeitraum um lediglich 1,2 %. Es ist hinreichend belegt, dass Erfahrungen der Privathaushalte aus früheren Zeiten deren wirtschaftliche Entscheidungen beeinflussen.² Folglich könnte ein möglicher Erklärungsansatz für das langsamere Konsumwachstum sein, dass der jüngste Inflationsschub die Überzeugungen der Menschen ins Wanken gebracht hat, und sie ihr Realeinkommen niedriger einschätzen, als es eigentlich ist.³ Da die privaten Haushalte ihr tatsächliches Konsumverhalten an ihren Überzeugungen ausrichten, können sich solche Wahrnehmungen auf die Konsumausgaben auswirken. Im vorliegenden Kasten werden Daten aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) verwendet, um diesen Faktor für den Euroraum zu bewerten.

¹ Nähere Erläuterungen dazu, inwieweit Verbraucherinnen und Verbraucher durch ihre eigenen Erfahrungen negativ beeinflusst werden können, finden sich in: U. Malmendier und L. S. Shen, [Scarred Consumption](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 16, Nr. 1, 2024, S. 322-355. Frühere Betrachtungen der Entwicklungen und Wahrnehmungen des verfügbaren Einkommens der Privathaushalte finden sich in: EZB, [Grundlagenbeitrag zur Messung der Einkommen der privaten Haushalte](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2023. Mögliche weitere Ursachen für das langsamere Konsumwachstum sind der Wiederaufbau von Puffern nach einem großen wirtschaftlichen Schock, die Unsicherheit in Bezug auf geopolitische Ereignisse oder zeitliche Verzögerungen bei Ausgabenanpassungen, die nicht mit den ins Wanken geratenen Überzeugungen zusammenhängen.

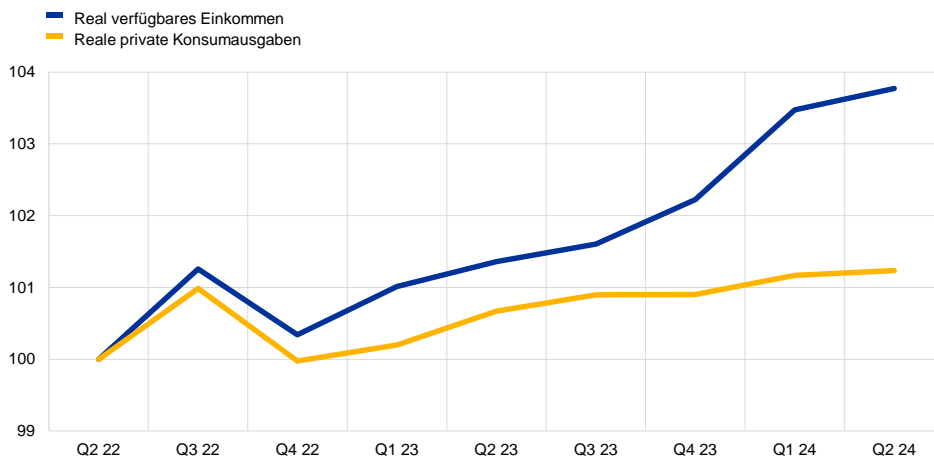
² Ein Überblick über neue Erkenntnisse der Verhaltensökonomie zu den langfristigen Effekten früherer Erfahrungen auf künftige wirtschaftliche Entscheidungen finden sich in: U. Malmendier und J. A. Wachter, [Memory of Past Experiences and Economic Decisions](#), The Oxford Handbook of Human Memory, 2024.

³ Siehe beispielsweise R. Colarieti, P. Mei und S. Stantcheva, [The How and Why of Household Reactions to Income Shocks](#), Working Paper des NBER, Nr. 32191, 2024.

Abbildung A

Real verfügbares Einkommen und reale Konsumausgaben der privaten Haushalte

(Q2 2022 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024.

Der Inflationsschub der letzten Jahre hat bei den Verbraucherinnen und Verbrauchern zu einer pessimistischeren Einschätzung ihres Realeinkommens geführt.

Bei der Beantwortung einer qualitativen Frage in der CES-Umfrage vom September 2024 gaben nur 37 % der Befragten (21 % in der Umfrage vom September 2023) an, dass ihr reales Haushaltseinkommen gestiegen oder gleich geblieben sei (siehe Abbildung B, Grafik a). Dies steht in einem deutlichen Gegensatz zum Wachstum ihrer Realeinkommen auf Basis des von ihnen selbst gemeldeten nominalen Einkommens in den Jahren 2023 und 2024 sowie zu den offiziellen länderspezifischen Inflationsraten.⁴ Diese implizierten realen Einkommensrealisierungen zeigen nämlich, dass über 50 % aller Privathaushalte im selben Zeitraum ein positives Wachstum ihrer Realeinkommen verzeichneten. Folglich schätzen die privaten Haushalte ihr Realeinkommen wesentlich pessimistischer ein, als es ihr tatsächliches Realeinkommen eigentlich nahelegen würde; diese Einschätzung hat sich allerdings seit 2023 verbessert. Daraus ist zu schließen, dass sich der jüngste Inflationsschub negativ auf die Wahrnehmung der privaten Haushalte ausgewirkt hat.

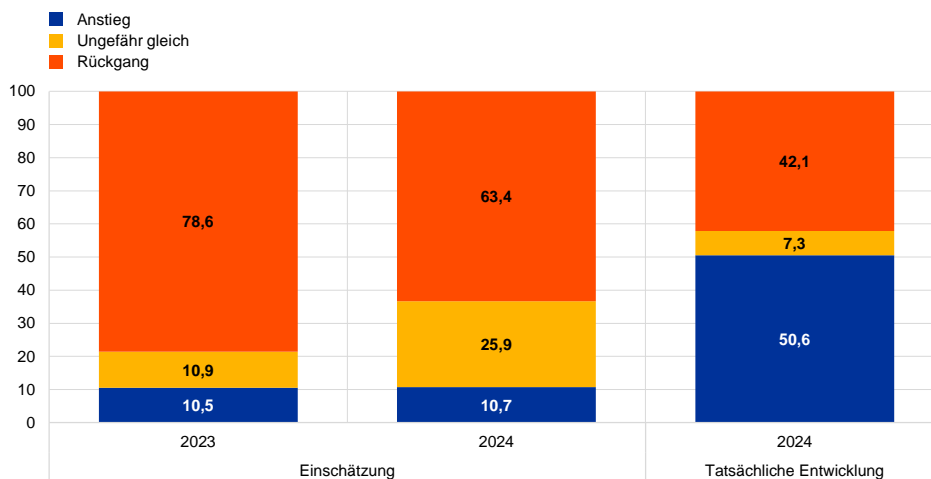
⁴ Die privaten Haushalte melden ihr Arbeitseinkommen (einschließlich Selbstständigeneinkommen) jeweils vierteljährlich. Auf diese Weise können jährliche Veränderungen des Realeinkommens der Privathaushalte unter Berücksichtigung offizieller Inflationsraten berechnet werden. Durch die Verwendung der Inflationswahrnehmungen der Befragten anstelle der tatsächlichen Inflationsraten ändern sich die Ergebnisse nicht, und die aktuellen Inflationswahrnehmungen erklären nicht die pessimistischen Antworten auf die qualitative Frage. Daher spiegelt der Pessimismus die Wahrnehmung eines negativen realen Einkommensschocks wider, der im Zeitverlauf anhält.

Abbildung B

Wahrgenommene und realisierte Realeinkommen

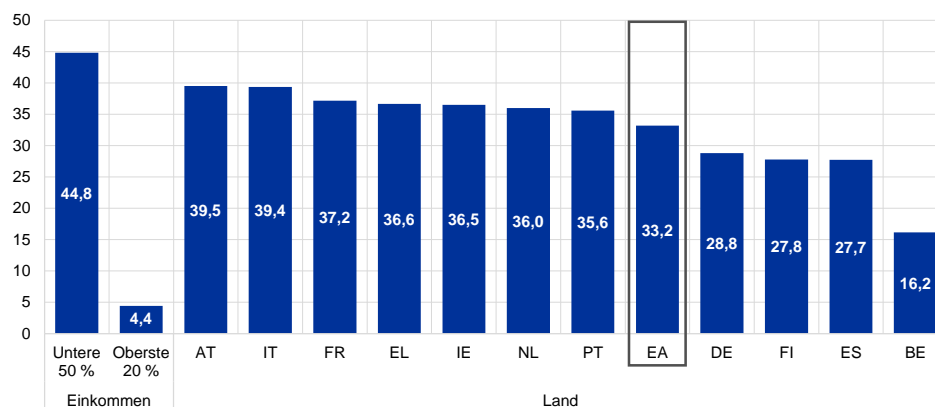
a) Wahrgenommene und tatsächliche Entwicklung des Realeinkommens

(in % der privaten Haushalte)



b) Fehleinschätzungen nach Einkommensperzentilen und Ländern

(Nettoanteil der pessimistischen privaten Haushalte in %)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Die Daten sind gewichtet. In Grafik a sind die Wahrnehmungen der privaten Haushalte zum Realeinkommen in den Jahren 2023 und 2024 dargestellt. Den Umfrageteilnehmerinnen und -teilnehmern wurde folgende Frage gestellt: „Vergleichen Sie die prozentuale Veränderung des gesamten Nettoeinkommens Ihres Haushalts mit der prozentualen Veränderung der allgemeinen Preise in den letzten zwölf Monaten. Welche der folgenden Aussagen trifft am ehesten zu?“ Die möglichen Antworten lauteten: „Das gesamte Nettoeinkommen meines Haushalts... 1) ist stärker gestiegen als die Preise insgesamt, 2) ist weniger gestiegen als die Preise insgesamt, 3) ist gesunken, 4) hat sich in etwa genauso stark verändert wie die Preise insgesamt.“ Die realisierten Einkommen basieren auf den von den Befragten selbst gemeldeten tatsächlichen nominalen Arbeitseinkommen der Jahre 2023 und 2024 und den länderspezifischen Inflationsraten nach dem HVPI. In Grafik b entspricht der „Nettoanteil der pessimistischen privaten Haushalte“ der Differenz zwischen dem Anteil der Haushalte, die – trotz ihres implizit gestiegenen Realeinkommens – einen Rückgang des Realeinkommens wahrgenommen haben, und dem Anteil der Haushalte, die – trotz ihres implizit gesunkenen Realeinkommens – einen Anstieg des Realeinkommens wahrgenommen haben. Die Einkommensperzentile wurden anhand der von den Befragten selbst gemeldeten nominalen Arbeitseinkommen im Jahr 2023 nach Ländern berechnet. In beiden Grafiken beziehen sich die jüngsten Angaben zum realisierten Einkommen auf Oktober 2024.

Einkommensschwächere Haushalte schätzen ihr Realeinkommen häufiger pessimistisch ein.

Der Nettoanteil der Personen mit pessimistischer Einschätzung – bzw. die Differenz zwischen dem Anteil der Personen, die Veränderungen ihres Realeinkommens unterschätzen, abzüglich des Anteils der Personen, die solche Veränderungen überschätzen – ist am unteren Ende der Einkommensverteilung wesentlich höher als am oberen Ende (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies ist wahrscheinlich auf Unterschiede in der Zusammensetzung des

Einkommens (Finanzerträge gegenüber Arbeitseinkommen) und des Warenkorbs oder im Hinblick auf das Finanzwissen zurückzuführen. Die Verbreitung pessimistischer Wahrnehmungen ist in allen Ländern der Stichprobe relativ gleichmäßig verteilt, mit Ausnahme von Belgien. Die weniger pessimistischen Wahrnehmungen des Realeinkommens in belgischen Haushalten scheint mit der weit verbreiteten (und gut verstandenen) Indexierung von Löhnen und sonstigen Einkünften an die Inflation in diesem Land zusammenzuhängen, was die Anpassung der Nominaleinkommen an höhere Preise beschleunigt hat.⁵

Pessimistische Wahrnehmungen des Realeinkommens wirken sich negativ auf den tatsächlichen Konsum aus. Basierend auf Beobachtungen zu

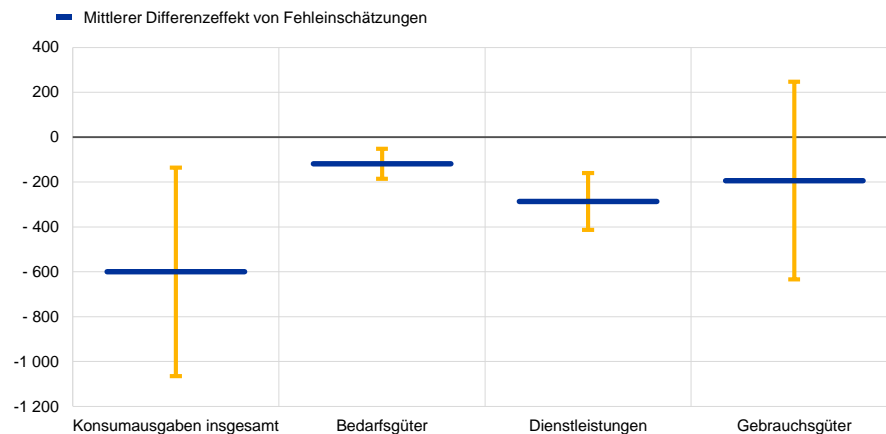
Privathaushalten mit steigendem Realeinkommen im Zeitraum von 2023 bis 2024 lässt sich die Stichprobe in zwei Kategorien einteilen: a) in Haushalte mit steigendem Realeinkommen, die diesen Anstieg auch als solchen wahrnehmen, und b) in Haushalte mit steigendem Realeinkommen, die stattdessen einen Rückgang wahrnehmen. Die Wirkung der pessimistischen Einschätzung wird geschätzt, indem die Veränderungen des Konsums dieser beiden Gruppen miteinander verglichen werden. Bei privaten Haushalten, die glauben, dass sich ihr Einkommen verringert hat, obwohl dies nicht der Fall ist, könnte dieser Pessimismus die tatsächlichen Konsumausgaben negativ beeinflussen, verglichen mit Haushalten, die richtigerweise annehmen, dass ihr Realeinkommen gestiegen ist. In Abbildung C ist die Differenz der Gesamtveränderungen der Konsumausgaben für diese beiden Gruppen von 2023 bis 2024 dargestellt. Pessimistische Haushalte weisen wesentlich mehr negative Konsumveränderungen auf als Haushalte, die einen Anstieg ihres Einkommens auch als solchen wahrnehmen. Dieser Unterschied zeigt sich in allen Konsumkategorien, ist jedoch bei Dienstleistungen stärker ausgeprägt als bei Bedarfs- und Gebrauchsgütern.

⁵ Siehe beispielsweise J. Jonckheere und H. Zimmer, [Wage-price dynamics and monetary policy](#), NBB Economic Review, Nr. 4, 2024.

Abbildung C

Wirkung von Pessimismus auf die Konsumausgaben

(monatliche Veränderungen der Konsumausgaben, 2023-2024, in €)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Die Daten sind gewichtet. Als Fehleinschätzung ist ein Anstieg des Realeinkommens privater Haushalte zu verstehen, den diese selbst als Rückgang wahrgenommen haben. Die Schätzungen basieren auf einer Differenz-von-Differenzen-Spezifikation von 2023 bis 2024 für die beiden Gruppen (Anstieg des Realeinkommens als Anstieg wahrgenommen und Anstieg des Realeinkommens als Rückgang wahrgenommen). Die geschätzten Differenzen sind als Balken dargestellt, wobei die gelben Antennen das 90 %-Konfidenzintervall anzeigen. Die jüngsten Angaben zum realisierten Einkommen beziehen sich auf Oktober 2024.

Da die längerfristigen Effekte des letzten Inflationsschubs nachlassen, dürften sich die Konsumausgaben wieder an das Wachstum der Realeinkommen angleichen. Der jüngste Inflationsschub hat sich deutlich auf die Wahrnehmung des Realeinkommens der Privathaushalte ausgewirkt und sich negativ im tatsächlichen Konsum niedergeschlagen. Da der Pessimismus nach großen wirtschaftlichen Schocks in der Regel – wenn auch langsam – schwindet, dürfte der Konsum wieder anziehen, wenn sich die Wahrnehmung bezüglich der Realeinkommen verbessert.⁶

⁶ In der neuen Literatur zur Verhaltensökonomie wird die schrittweise Anpassung an wirtschaftliche Schocks in der Vergangenheit hervorgehoben. Siehe hierzu U. Malmendier, [Experience Effects: The Longlasting Effects of Crises and Other Past Experiences on Expectations and Economic Decisions](#), Vorlesung beim 2022 Pension Research Council Virtual Symposium, Wharton School of the University of Pennsylvania, 31. März 2022.

Die Rolle der Demografie bei der jüngsten Entwicklung der Arbeitslosenquote

Clémence Berson, António Dias da Silva und Marco Weissler

Der demografische Wandel, der am Arbeitsmarkt des Euroraums zu beobachten ist, wirkt sich auf die Arbeitslosenquote aus. Seit dem vierten Quartal 2021 ist die Arbeitslosenquote im Euroraum um 0,9 Prozentpunkte gesunken. Im Oktober 2024 lag sie bei 6,3 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro.¹ Die Arbeitslosenquote ging zurück, obwohl sich die Zahl der Erwerbspersonen signifikant erhöhte und vom vierten Quartal 2021 bis zum dritten Quartal 2024 um 3,5 % stieg. Zurückzuführen war diese Zunahme vor allem auf Nicht-EU-Arbeitskräfte², ältere Arbeitskräfte³ und Beschäftigte mit Hochschulabschluss. Die genannten Teilgruppen verzeichneten einen Zuwachs um 24,7 %, 9,9 % bzw. 7,9 % (siehe Abbildung A), wobei der Zuwachs nicht nur größtmäßig war, sondern auch in Bezug auf ihre jeweilige Erwerbsbeteiligung. Inwieweit sich demografische Verschiebungen in der Erwerbsbevölkerung auf die Arbeitslosenquoten auswirken können, hängt von den unterschiedlichen Merkmalen der betreffenden Gruppen ab. Hierzu zählt das je nach Beruf und Beschäftigungsdauer unterschiedlich hohe Risiko der Arbeitslosigkeit. So sind Beschäftigte mit einer längeren Beschäftigungsdauer häufig arbeitsrechtlich besser vor Entlassungen geschützt. Außerdem finden Arbeitskräfte mit Berufserfahrung und jene mit einem höheren Bildungsabschluss nach dem Verlust ihres Arbeitsplatzes oft schneller eine neue Stelle. Demografische Merkmale wie Alter, Bildungsniveau und Nationalität können daher die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, dass eine Person erwerbstätig oder arbeitslos ist. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten untersucht, welche Rolle die Arbeitsangebotsfaktoren in Bezug auf die Arbeitslosenquote spielen, wobei insbesondere der potenzielle Einfluss der demografischen Entwicklung betrachtet wird.⁴

¹ Siehe EZB, [Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?](#), Wirtschaftsbericht 8/2024.

² In diesem Kasten wird der Begriff „Nicht-EU-Arbeitskräfte“ für Beschäftigte mit Staatsangehörigkeit eines Landes außerhalb der EU verwendet. „EU-Arbeitskräfte“ bezeichnet Beschäftigte mit EU-Staatsangehörigkeit, wobei sie jedoch nicht die Staatsangehörigkeit des Landes besitzen, in dem sie erwerbstätig sind. „Ausländische Arbeitskräfte“ steht für Beschäftigte, die nicht die Staatsangehörigkeit des Landes besitzen, zu dessen Erwerbsbevölkerung sie zählen. „Inländische Arbeitskräfte“ bezeichnet Staatsbürgerinnen und -bürger eines Landes des Euroraums, die dort auch einer Erwerbstätigkeit nachgehen.

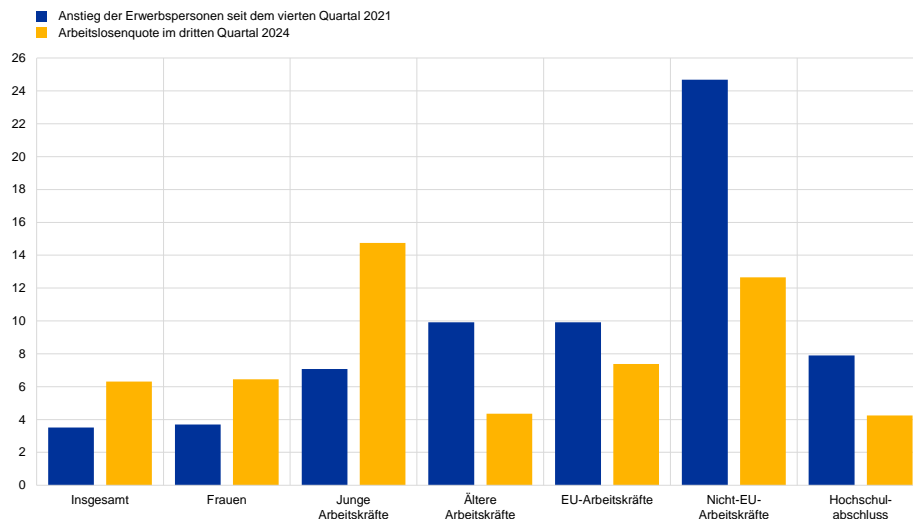
³ Für die Zwecke dieser Studie wurden folgende Altersgruppen definiert: junge Arbeitskräfte (15-24 Jahre), Arbeitskräfte im Haupterwerbssalter (25-54 Jahre) und ältere Arbeitskräfte (55-74 Jahre).

⁴ Der aktuellen Dynamik der Arbeitslosenquote kam auch die Arbeitskräftehortung im Euroraum zugute, die zur Begrenzung von Entlassungen beitrug. Eine Analyse und Schätzung der Arbeitskräftehortung findet sich in: EZB, [Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2024.

Abbildung A

Erwerbsbeteiligung und Arbeitslosenquote nach Bevölkerungsgruppen

(Erwerbspersonen: Veränderung in %; Arbeitslosenquote: in % der Erwerbspersonen)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. Die Angaben zur Arbeitslosenquote und zu den Erwerbspersonen sind saisonbereinigt. Die Abbildung zeigt ausschließlich Bevölkerungsgruppen, deren Anteil an der Erwerbsbevölkerung überdurchschnittlich stark gestiegen ist.

Die Zahl der Arbeitslosen hat sich in den vergangenen Quartalen deutlich verringert.

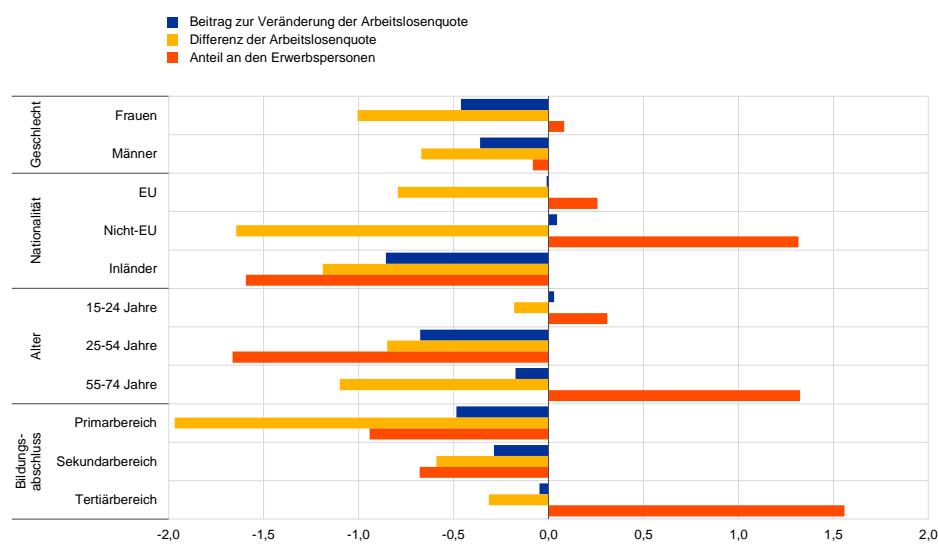
Zwar ist die Arbeitslosenquote seit Anfang 2023 nur langsam gesunken, doch hat sich die Zahl der Arbeitslosen seit dem vierten Quartal 2021 stark um rund 1,0 Millionen (8,7 %) verringert. Diese Zahl entspricht etwa 0,6 % der Erwerbsbevölkerung im genannten Zeitraum. Allerdings gibt es zwischen den Bevölkerungsgruppen nach wie vor signifikante Unterschiede bei der Arbeitslosenquote (siehe Abbildung A). Im dritten Quartal 2024 lag die saisonbereinigte Arbeitslosenquote für ältere Arbeitskräfte und ausländische (EU- und Nicht-EU-)Arbeitskräfte bei 4,4 % bzw. 12,7 %. Daher könnten auch Verschiebungen der demografischen Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung zu Veränderungen der Arbeitslosenquote beitragen.

Die Arbeitslosenquote war in den einzelnen Bevölkerungsgruppen unterschiedlich stark rückläufig

(siehe Abbildung B, gelbe Balken). Bei Frauen ist die Arbeitslosenquote um 1,0 Prozentpunkte gesunken, bei Männern dagegen nur um gut 0,7 Prozentpunkte. Eine Aufschlüsselung der Erwerbsbevölkerung nach Nationalität – inländische Arbeitskräfte, EU-Arbeitskräfte und Nicht-EU-Arbeitskräfte – zeigt, dass die Arbeitslosenquote für Nicht-EU-Arbeitskräfte seit dem vierten Quartal 2021 um 1,6 Prozentpunkte gesunken ist, also deutlich stärker als jene für inländische Arbeitskräfte, die im selben Zeitraum um 1,2 Prozentpunkte abnahm. Bei EU-Arbeitskräften verringerte sich die Arbeitslosenquote in diesem Zeitraum nur um 0,8 Prozentpunkte. In dieser Teilgruppe war die Quote jedoch bereits zuvor niedriger gewesen. Nach Altersgruppen aufgeschlüsselt ging die Arbeitslosenquote bei den älteren Arbeitskräften am stärksten zurück. Auch bei der Betrachtung der Teilgruppen nach Bildungsabschluss zeigten sich beim Rückgang der Arbeitslosenquote deutliche Unterschiede. So sank die Quote für Arbeitskräfte

ohne Hochschulabschluss erheblich stärker als jene für Beschäftigte mit Hochschulabschluss (-1,1 Prozentpunkte gegenüber -0,3 Prozentpunkten). Insgesamt scheint die Entwicklung der Arbeitslosenquote je nach betrachteter Bevölkerungsgruppe also beträchtlich zu variieren. Den größten Beitrag zum Rückgang der Quote leisteten die inländischen Arbeitskräfte und die Arbeitskräfte im Haupterwerbsalter (siehe Abbildung B, blaue Balken). Beide Teilgruppen machen einen großen Teil der Erwerbsbevölkerung aus.

Abbildung B
Aufschlüsselung der Arbeitslosenquote für den Zeitraum vom vierten Quartal 2021 bis zum dritten Quartal 2024
(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Differenz der Arbeitslosenquote“ bezeichnet die Veränderung der Arbeitslosenquote für die einzelnen Teilgruppen. „Anteil an den Erwerbspersonen“ bezieht sich auf die Veränderung des Anteils der jeweiligen Teilgruppe an der Gesamterwerbsbevölkerung (Addition der Teilgruppen ergibt 0). „Beitrag zur Veränderung der Arbeitslosenquote“ bezeichnet den kombinierten Effekt der Differenz der Arbeitslosenquote und der Veränderung des Anteils der betreffenden Bevölkerungsgruppe an der Erwerbsbevölkerung. Die Angaben zur Arbeitslosenquote und zu den Erwerbspersonen sind saisonbereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Demografische Verschiebungen innerhalb der Erwerbsbevölkerung haben zum Rückgang der Arbeitslosenquote beigetragen. Da der Anteil von älteren Arbeitskräften, Nicht-EU-Arbeitskräften und Arbeitskräften mit Hochschulbildung an der Erwerbsbevölkerung zugenommen hat, verstärkte sich auch ihr Beitrag zum jüngsten Rückgang der Arbeitslosenquote (siehe Abbildung B, rote Balken). In den zurückliegenden drei Jahren hat sich die Größe dieser Gruppen deutlich verändert; zugleich sind die Arbeitslosenquoten gesunken. Dieses Absinken ist erstens darauf zurückzuführen, dass sich das Bildungsniveau der Erwerbsbevölkerung stetig verbessert. So genießen die aktuellen Kohorten gegenüber vorangegangenen Kohorten im Euroraum einen besseren Zugang zu Bildung. Der Anteil von Arbeitskräften mit Hochschulabschluss an der Erwerbsbevölkerung ist seit dem vierten Quartal 2021 um 1,6 Prozentpunkte gestiegen (siehe Abbildung B). Zweitens hat sich der Anteil älterer Arbeitskräfte seit 2021 deutlich um 1,3 Prozentpunkte erhöht. Der Anteil der Arbeitskräfte im Haupterwerbsalter sinkt dagegen weiter (mit einem Minus von 1,7 Prozentpunkten im selben Zeitraum). Beide Teilgruppen haben zum jüngsten Rückgang der Arbeitslosenquote beigetragen. Drittens ist auch der

Anteil der ausländischen Arbeitskräfte an den Erwerbspersonen in den letzten zwei Jahren signifikant gestiegen – und dabei insbesondere jener der Nicht-EU-Arbeitskräfte, der seit dem vierten Quartal 2021 um 1,3 Prozentpunkte zugenommen hat. Da die Arbeitslosenquote jedoch in dieser Teilgruppe höher ist als in der übrigen Erwerbsbevölkerung, haben ausländische Arbeitskräfte nicht zum jüngsten Rückgang der Arbeitslosenquote beigetragen. Im selben Zeitraum ging der Anteil der inländischen Arbeitskräfte zurück (um 1,6 Prozentpunkte seit dem vierten Quartal 2021). Diese Abwärtsbewegung ist darauf zurückzuführen, dass die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den EU-Ländern aus demografischen Gründen schrumpft.

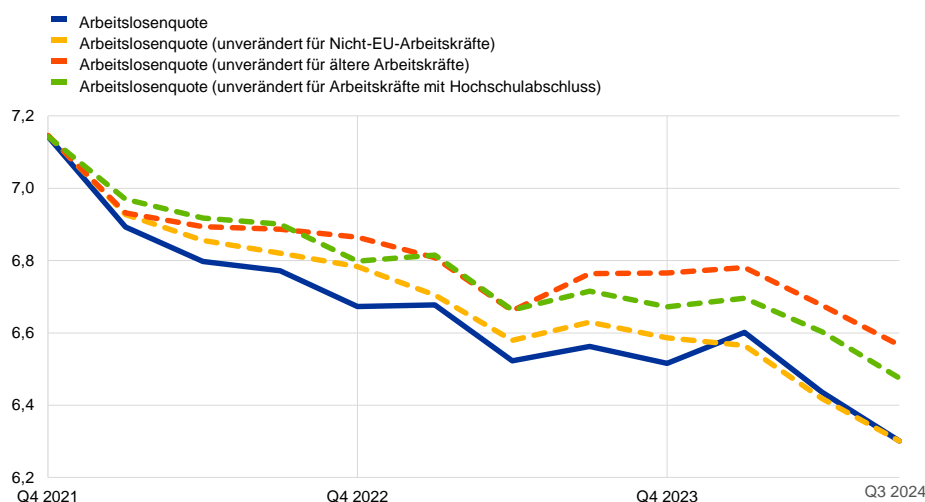
Der höhere Anteil ausländischer Arbeitskräfte an den Erwerbspersonen schlägt sich zum größten Teil auch in zunehmender Beschäftigung nieder. Dabei nimmt die Arbeitslosenquote dieser Arbeitskräfte im Gleichlauf mit derjenigen der inländischen Arbeitskräfte ab. Seit Ende 2021 ist die

Erwerbsbeteiligung ausländischer Arbeitskräfte deutlich gestiegen, und zwar um 9,9 % bei EU-Arbeitskräften und 24,7 % bei Nicht-EU-Arbeitskräften. Obwohl die Arbeitslosenquoten für ausländische Arbeitskräfte (7,4 % bei EU-Arbeitskräften und 12,6 % bei Nicht-EU-Arbeitskräften) deutlich höher liegen als jene für inländische Arbeitskräfte (5,8 %), hatte die zunehmende Erwerbsbeteiligung ausländischer Arbeitskräfte in den letzten Jahren keine nennenswerten Auswirkungen auf die Arbeitslosenquote im Euroraum, da die höhere Erwerbsbeteiligung zum großen Teil auch zu einem Anstieg der Beschäftigung führte. Die Arbeitslosenquote ist bei Nicht-EU-Arbeitskräften sogar stärker gesunken als bei inländischen Arbeitskräften. Jedoch ergibt ein kontrafaktisches Szenario für die Arbeitslosenquote, bei dem eine unveränderte Arbeitslosenquote für Nicht-EU-Arbeitskräfte und eine auf dem Niveau des vierten Quartals 2021 verharrende Erwerbsbeteiligung angenommen wird, dass sich die Gesamtarbeitslosenquote im dritten Quartal 2024 nicht verändert hätte und sogar um 0,1 Prozentpunkte höher ausgefallen wäre als im Zeitraum 2022-2023 (siehe Abbildung C).

Abbildung C

Arbeitslosenquote und Beitrag von Nicht-EU-Arbeitskräften, Arbeitskräften mit Hochschulabschluss und älteren Arbeitskräften

(in % der Erwerbspersonen)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Im kontrafaktischen Szenario entsprechen die Angaben zur Arbeitslosenquote und zu den Erwerbspersonen für Nicht-EU-Arbeitskräfte, Arbeitskräfte mit Hochschulabschluss und ältere Arbeitskräfte dem Niveau des vierten Quartals 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. Die Angaben zur Arbeitslosenquote und zu den Erwerbspersonen sind saisonbereinigt.

Verschiebungen im Bildungsstand haben zu einem leichten Rückgang der Arbeitslosenquote geführt.

Der steigende Anteil der Erwerbspersonen mit Hochschulabschluss hat wesentlich zum allmählichen Rückgang der Arbeitslosenquote beigetragen. Hätte sich der Anteil der jeweiligen Bildungsabschlüsse gegenüber dem vierten Quartal 2021 nicht geändert, wäre die Arbeitslosenquote im dritten Quartal 2024 um 0,2 Prozentpunkte höher ausgefallen. Die Arbeitslosenquote von Arbeitskräften mit Hochschulbildung ist zwar nicht stärker gesunken als die Gesamtquote, lag aber aus struktureller Sicht niedriger. Zu erklären ist dies allgemein damit, dass diese Teilgruppe über flexiblere Kompetenzen verfügt, die das Risiko von Arbeitslosigkeit verringern und dafür sorgen, dass Beschäftigte mit Hochschulabschluss nach dem Verlust ihres Arbeitsplatzes leichter eine neue Stelle finden.⁵ Dies trifft jedoch nicht auf alle Länder zu. So ist in Deutschland und den Niederlanden die Arbeitslosenquote von Arbeitskräften mit Berufsausbildung nach Sekundarschulabschluss ähnlich hoch wie jene von Arbeitskräften mit Hochschulbildung oder liegt sogar darunter.

Zugleich hat der steigende Anteil älterer Arbeitskräfte an der Erwerbsbevölkerung in erheblichem Maße zum jüngsten Rückgang der Arbeitslosenquote beigetragen.

Im Euroraum altert die Bevölkerung zunehmend, sodass ältere Arbeitskräfte länger erwerbstätig bleiben. So arbeiten mehr Beschäftigte bis zum Erreichen ihres gesetzlichen Rentenalters, weil sie im Vergleich zu früheren Kohorten länger auf dem Arbeitsmarkt bleiben, ihre Fachkenntnisse und Qualifikationen nach wie vor stark nachgefragt werden und sich

⁵ Siehe beispielsweise OECD, [Bildung auf einen Blick 2024 – OECD-Indikatoren](#), Paris, 10. September 2024.

das Aufgabenprofil bereits seit Längerem wandelt (beispielsweise hin zu körperlich weniger anstrengenden Tätigkeiten). Darüber hinaus haben mehrere Länder ihre Altersversorgungssysteme reformiert, was ein höheres effektives Renteneintrittsalter nach sich zieht.⁶ Folglich nimmt der Anteil älterer Arbeitskräfte an der Erwerbsbevölkerung zu; ihre Erwerbsbeteiligung ist vom vierten Quartal 2021 bis zum dritten Quartal 2024 um 9,1 % gestiegen.⁷ Überdies ist die Arbeitslosenquote älterer Arbeitskräfte niedrig: Im dritten Quartal 2024 lag sie bei 4,4 % und damit 1,0 Prozentpunkte unter dem Niveau des vierten Quartals 2021. Bei Arbeitskräften im Haupterwerbsalter lag die Quote dagegen bei 5,8 % (Rückgang um 0,9 Prozentpunkte im selben Zeitraum). Wären die Arbeitslosenquote und Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte konstant auf dem Niveau von Ende 2021 geblieben, wäre die aggregierte Arbeitslosenquote im Euroraum im dritten Quartal 2024 um 0,3 Prozentpunkte höher ausgefallen.

⁶ Ebenso besteht ein positiver Zusammenhang zwischen Bildungsstand und fortdauernder Beschäftigung. Siehe hierzu beispielsweise S. Venti und D. A. Wise, *The Long Reach of Education: Early Retirement*, *Journal of the Economics of Ageing*, Bd. 6, 2015, S. 1-13.

⁷ Siehe C. Berson und V. Botelho, [Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#), *Der EZB-Blog*, 8. November 2023; EZB, [Projektionen zu alterungsbedingten Staatsausgaben – neue Erkenntnisse aus dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024](#), Kasten 8, *Wirtschaftsbericht 5/2024*.

Die wirtschaftlichen Auswirkungen von Überschwemmungen

Guzmán González-Torres Fernández und Miles Parker

Extremwetterereignisse wie die verheerenden Sturzfluten, die Spanien im vergangenen Oktober heimsuchten, haben erhebliche Folgen für Mensch, Gesellschaft und Wirtschaft. Aufgrund des Klimawandels treten derartige Ereignisse immer häufiger auf, und Prognosen zufolge wird sich dieser Trend noch verstärken. Neben der zunehmenden Häufigkeit bereitet vor allem das stärkere Ausmaß dieser Ereignisse Sorge. Dies zeigt sich am Beispiel Südostspaniens, wo Überschwemmungen bisher deutlich seltener vorkamen als in anderen Regionen Europas (siehe Schaubild A). Im Oktober 2024 verzeichneten einige Wetterstationen in der Nähe von Valencia innerhalb von nur acht Stunden so viel Regen wie sonst in einem ganzen Jahr.¹ Einer ersten Schätzung zufolge war die Wahrscheinlichkeit für dieses Ereignis doppelt so hoch und es fiel 12 % stärker aus, als dies ohne den von Menschen verursachten Klimawandel der Fall gewesen wäre.²

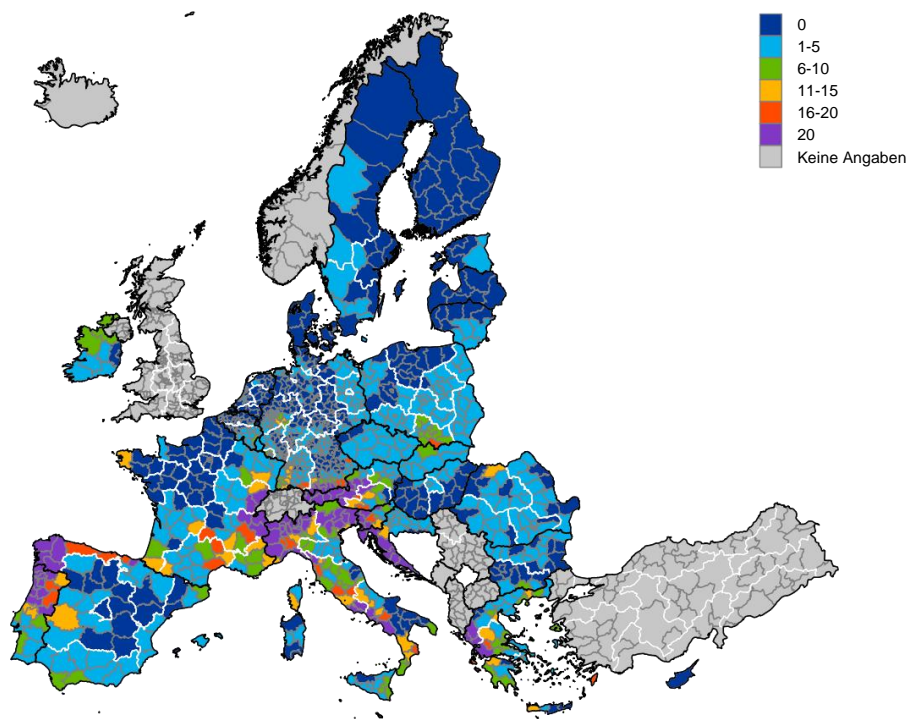
¹ Siehe Weltorganisation für Meteorologie, [Devastating rainfall hits Spain in yet another flood-related disaster](#), 31. Oktober 2024.

² Siehe World Weather Attribution, [Extreme downpours increasing in southeastern Spain as fossil fuel emissions heat the climate](#), 4. November 2024.

Schaubild A

Verteilung von Überschwemmungen in europäischen Regionen (1995-2022)

(in absoluten Zahlen)



Quellen: Europäisches Zentrum für mittelfristige Wettervorhersage (EZMW; ERA5-Datensatz) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die endgültige Stichprobe umfasst 1 160 NUTS 3-Regionen in 27 EU-Mitgliedstaaten und deckt den Zeitraum von 1995 bis 2022 ab.

Neben den verheerenden Folgen für die Gesellschaft und der abrupten Unterbrechung der Wirtschaftstätigkeit können die Gesamtauswirkungen von Extremwetterereignissen auch auf mittlere und lange Sicht erheblich sein, vor allem in Anbetracht der Klimaveränderung. Erstens sind die kurzfristigen Kosten zwar meist auf die unmittelbaren Schäden und die durch die Ereignisse selbst verursachten Störungen begrenzt, doch Änderungen des Investitionsverhaltens, des Arbeitskräfteangebots und der Produktivität könnten die wirtschaftlichen Folgen verlängern. Zweitens treten Extremwetterereignisse oft recht lokal auf und lösen eine Migrationsdynamik aus, die eine mögliche Konjunkturerholung verlangsamen kann. Drittens hängen die Auswirkungen von Extremwetterereignissen von den ursprünglichen klimatischen Bedingungen ab. Durch den Klimawandel verändern sich die als Basisszenario zugrunde gelegten Temperaturen und Niederschlagsmuster, wodurch die wirtschaftlichen Auswirkungen derartiger Ereignisse im Verlauf des Konjunkturzyklus in Zukunft gravierender ausfallen könnten.

Da Überschwemmungen sich sowohl auf das Angebot als auch auf die Nachfrage in einer Volkswirtschaft auswirken können, ist der Gesamteffekt auf die Inflation ungewiss.³ Beeinträchtigungen der Lieferketten und der Infrastruktur können die Kosten für Unternehmen erhöhen und sie dazu veranlassen, ihre Preise

³ Siehe M. Ciccarelli und F. Marotta, [Demand or Supply? An empirical exploration of the effects of climate change on the macroeconomy](#), Energy Economics, Bd. 129, 2024.

anzuheben. Indessen können Arbeitsplatzverluste und Einkommenseinbußen der privaten Haushalte in Verbindung mit der gestiegenen Unsicherheit die Nachfrage dämpfen. Nur wenige Studien gehen der Frage nach, wie sich Überschwemmungen auf die Inflation auswirken. Doch die verfügbaren Untersuchungen lassen auf einen unmittelbaren, wenn auch kurzfristigen Anstieg der Lebensmittelpreise und einen länger anhaltenden Rückgang der Kerninflation schließen, da die kurzfristigen Lieferstörungen einen Nachfragerückgang bewirken.⁴ Wie stark der Gesamteffekt auf die Preise ist, dürfte davon abhängen, wie rasch und vollständig das Angebot und die Infrastruktur wiederhergestellt werden.

Betrachtet man die Folgen von Überschwemmungen auf die realwirtschaftliche Aktivität genauer, so ist festzustellen, dass sie sich je nach Sektor und Region stark unterscheiden können.⁵ Während in Regionen mit hohem Einkommen auf Überschwemmungen in der Regel ein längerer, aber doch zeitlich begrenzter Bauboom folgt, ist dies in Regionen mit mittlerem Einkommen nicht der Fall (siehe Abbildung A).⁶ Zugleich gibt es Anzeichen dafür, dass sich das Niveau der Bruttowertschöpfung in der Industrie in Regionen mit mittlerem Einkommen dauerhaft nach unten und in Regionen mit hohem Einkommen nach oben verschiebt. Mit Blick auf die Sektoren jenseits des Baugewerbes kommen einige Studien zu dem Schluss, dass die Agrarproduktion im Jahr nach einer moderaten Überschwemmung steigen kann. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass stärkere Niederschläge die landwirtschaftliche Produktivität bei den darauffolgenden Ernten erhöhen.⁷ Dieser Effekt scheint sich bei schweren Überschwemmungen jedoch aufzulösen, möglicherweise, weil die Bodenerosion die positive Wirkung des Regens zunichtemacht.

⁴ Siehe M. Parker, [The Impact of Disasters on Inflation](#), Economics of Disasters and Climate Change, Bd. 2, Ausgabe 1, 2018, S. 21-48.

⁵ Die vollständigen Ergebnisse finden sich in S. Usman, G. González-Torres Fernández und M. Parker, [Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3002, 2024.

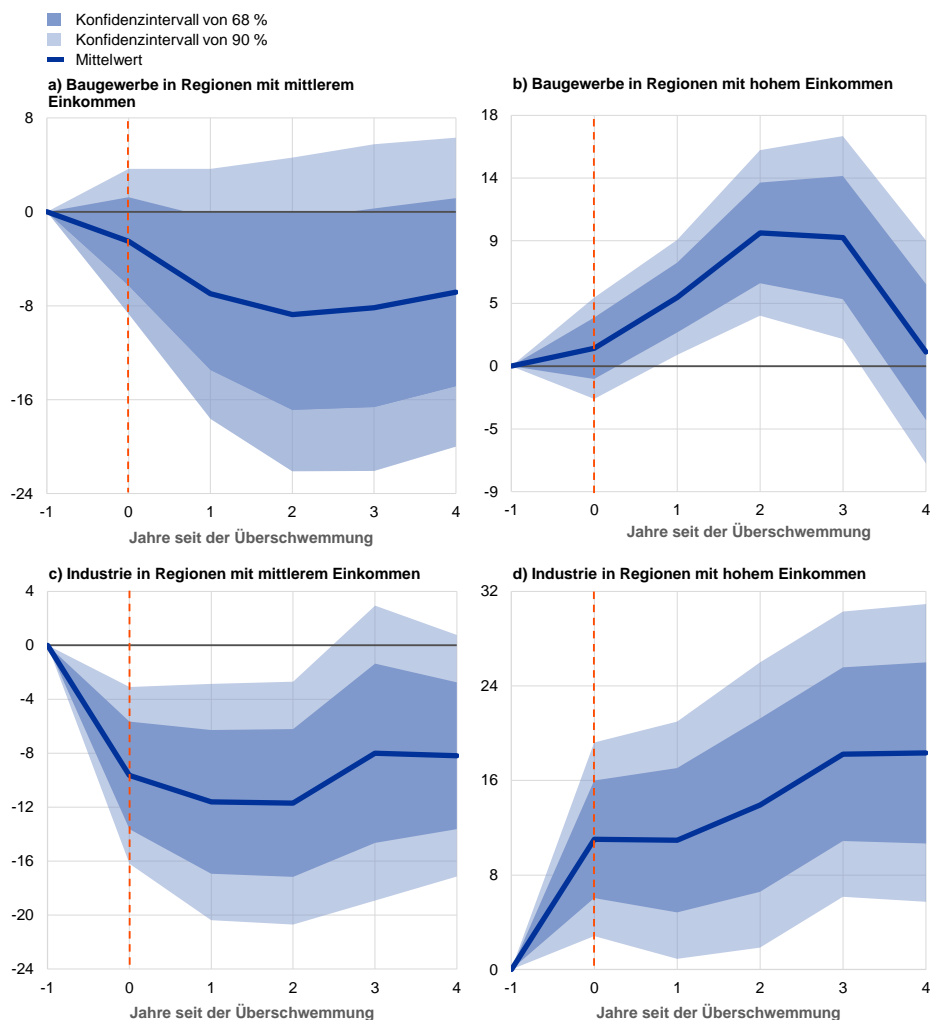
⁶ Zur Aufschlüsselung der Regionen nach Einkommensniveau werden die Regionen der Stichprobe der NUTS 3-Regionen aller 27 EU-Mitgliedstaaten entsprechend ihrem regionalen BIP pro Kopf im Jahr 2022 zu Preisen von 2015 in Terzile unterteilt. Entsprechend sind Regionen mit hohem Einkommen hier definiert als Regionen, die zum obersten Terzil (d. h. den obersten 33 %) der regionalen Einkommensverteilung gehören.

⁷ Siehe T. Fomby, Y. Ikeda und N. Loayza, The growth aftermath of natural disasters, Journal of Applied Econometrics, Bd. 28, Ausgabe 3, 2013, S. 412-434.

Abbildung A

Mittelfristige Auswirkungen von Überschwemmungen auf die Bruttowertschöpfung der einzelnen Sektoren nach ursprünglichem Einkommensniveau

(Veränderung in %)



Quellen: EZMW (ERA5-Datensatz), Europäische Kommission (ARDECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Regionen sind anhand ihres BIP pro Kopf im Jahr 2022 (zu Preisen des Jahres 2015) in Terzile unterteilt. Ein Überschwemmungsereignis ist eine binäre Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn der standardisierte Niederschlagsindex für mindestens einen Monat extrem nasse Wetterbedingungen anzeigt. Der Eintritt des Schocks erfolgt im Zeitraum 0. Die x-Achse zeigt die Jahre seit Eintreten des Ereignisses. Die Achse beginnt bei -1, um das Fehlen vorher bestehender Trends nachzuweisen. Die Reaktionen werden anhand eines lokalen Differenz-von-Differenzen-Prognosemodells geschätzt. Weitere Einzelheiten finden sich in [S. Usman et al. \(a. a. O.\)](#).

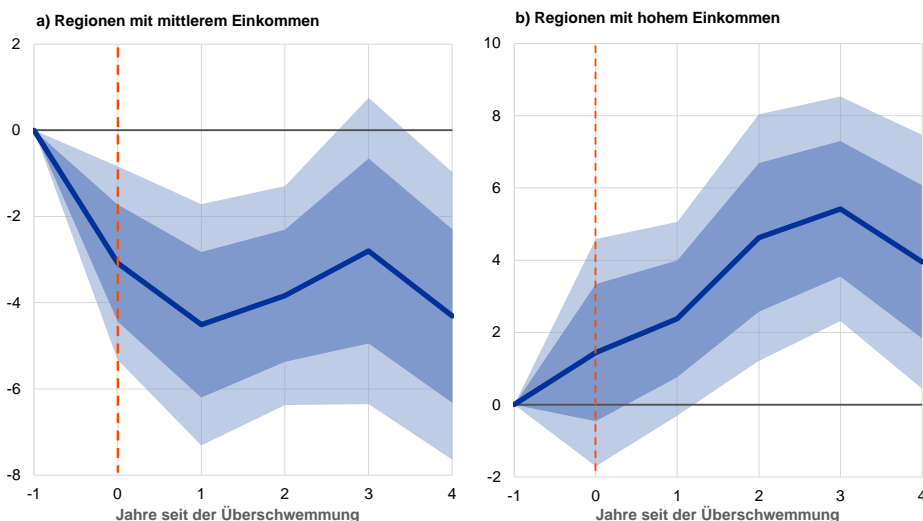
Diese sektoralen Trends lassen darauf schließen, dass Infrastrukturschäden unverzüglich behoben werden müssen, um dauerhafte Produktionseinbußen zu vermeiden (siehe Abbildung B). In Regionen mit hohem Einkommen wird nach dem Ereignis mehr investiert, und das BIP steigt. Dies steht im Einklang mit dem durch wiederaufbaubedingten Boom, wie ihn die sektoralen Entwicklungen implizieren. Darüber hinaus gibt es Hinweise auf eine höhere totale Faktorproduktivität in diesen Regionen. Dies zeigt, dass es möglich sein kann, im Zuge des Wiederaufbaus bessere Bedingungen als vorher zu schaffen. In Regionen mit mittlerem Einkommen sind hingegen keine verstärkten Investitionen zu beobachten.

Abbildung B

Mittelfristige Auswirkungen von Überschwemmungen auf die regionale Produktion nach ursprünglichem Einkommensniveau

(Veränderung in %)

■ Konfidenzintervall von 68 %
■ Konfidenzintervall von 90 %
— Mittelwert



Quellen: EZMW (ERA5-Datensatz), Europäische Kommission (ARDECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Regionen sind anhand ihres BIP pro Kopf im Jahr 2022 (zu Preisen des Jahres 2015) in Terzile unterteilt. Ein Überschwemmungsereignis ist eine binäre Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn der standardisierte Niederschlagsindex für mindestens einen Monat extrem nasse Wetterbedingungen anzeigt. Der Eintritt des Schocks erfolgt im Zeitraum 0. Die x-Achse zeigt die Jahre seit Eintreten des Ereignisses. Die Achse beginnt bei -1, um das Fehlen vorher bestehender Trends nachzuweisen. Die Reaktionen werden anhand eines lokalen Differenz-von-Differenzen-Prognosemodells geschätzt. Weitere Einzelheiten finden sich in S. Usman et al. (a. a. O.).

Versicherungsschutz und wirtschaftliche Entwicklung sind unerlässlich, damit die lokalen und regionalen Volkswirtschaften in Europa von Mechanismen der Risikoteilung profitieren können, mit denen sich lokale wirtschaftliche Schäden abmildern lassen. Wirtschaftliche und institutionelle Merkmale, die stark mit dem Einkommen korrelieren – beispielsweise Finanzierungsbeschränkungen sowie die Qualität der Regierungsführung (Governance) und der öffentlichen Infrastruktur –, können sich auf die langfristige wirtschaftliche Entwicklung auswirken.^{8, 9} Ein besserer Versicherungsschutz kann den Wiederaufbau beschleunigen und die langfristigen Folgen von Überschwemmungen verringern. Allerdings sind klimabedingte Schäden in Europa aktuell nur zu einem Viertel durch Versicherungen abgedeckt, in einigen Volkswirtschaften liegt der Anteil des Versicherungsschutzes sogar bei unter 5%.¹⁰ Die EZB hat kürzlich gemeinsam mit der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) eine mögliche Lösung auf EU-Ebene

⁸ Siehe A. Auguszti, Á. Iker, A. Monisso und B. Szórfi, [The growth effect of EU funds – the role of institutional quality](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3014, 2025.

⁹ Siehe D. Filip und R. Setzer, [Government quality and regional economic performance and resilience in the EU](#), Working Paper Series der EZB (im Erscheinen).

¹⁰ Siehe C. Christophersen et al., [What to do about Europe's climate insurance gap?](#), Der EZB-Blog, 24. April 2023.

skizziert, um aufbauend auf bestehenden nationalen und EU-weiten Strukturen das Angebot an Katastrophenversicherungen zu verbessern.¹¹

Aufgrund von Lieferkettenverflechtungen erstrecken sich die wirtschaftlichen Folgen von Überschwemmungen auch über die unmittelbaren betroffenen Gebiete hinaus. Eine Untersuchung der Überschwemmungen in Belgien im Jahr 2021 zeigt, dass die unmittelbar von den Überschwemmungen betroffenen Unternehmen stark beeinträchtigt wurden.¹² Diese Unternehmen verzeichneten im Schnitt Umsatzeinbußen von 15 %, und die Wahrscheinlichkeit einer Unternehmensinsolvenz nahm zu. Zugleich gingen aber auch die Umsatzzahlen von Unternehmen in nicht betroffenen Regionen zurück, wenn deren Zulieferer betroffen waren. Diese lieferkettenbedingten Störungen dauerten nach den Überschwemmungen noch ein Jahr an, da die Unternehmen Probleme hatten, ihre Lieferketten rasch umzustellen, um langfristige Zulieferer zu ersetzen.

Der CO₂-Ausstoß muss unbedingt verringert werden, um die Häufigkeit und Schwere möglicher Überschwemmungen künftig einzudämmen. Es gibt aber auch auf kurze Sicht Möglichkeiten, um das Eintreten und die Wahrscheinlichkeit von Überschwemmungen zu reduzieren. Wird der Kapitalstock für den Hochwasserschutz erhöht, verringert sich Belegen zufolge nach zwei bis vier Jahren die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Überschwemmungen kommt, deutlich.¹³ Ob dieser Hochwasserschutz die mit dem Eintritt einer schweren Überschwemmung verbundenen Schäden mindert, ist hingegen weniger sicher. Wie bereits festgestellt dürften institutionelle und wirtschaftliche Unterschiede zwischen den einzelnen Regionen eine entscheidende Rolle spielen, wenn es um die Ermittlung der notwendigen Anpassungen geht. Investitionen in den Hochwasserschutz dürften eher in Regionen mit hohem Einkommen und kompetenten Institutionen getätigt werden. Auf nationaler wie auch auf europäischer Ebene sind daher Verbesserungen der rechtlichen Rahmenbedingungen und Finanzinnovationen vonnöten, um die derzeit große Finanzierungslücke bei den Anpassungsmaßnahmen zu verringern.¹⁴

¹¹ Siehe EZB und EIOPA, [Towards a European system for natural catastrophe risk management](#), Dezember 2024.

¹² Siehe G. Bijnens, M. Montoya, und S. Vanormelingen, [A bridge over troubled water: flooding shocks and supply chains](#), Working Papers, Nr. 466, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2024.

¹³ Siehe R. Mari und M. Ficara, [Weathering the storm: the economic impact of floods and the role of adaptation](#), Bank Underground, Bank of England, 29. November 2024.

¹⁴ Siehe F. Mongelli, A. Ceglar und B. Scheid, [Why do we need to strengthen climate adaptations? Scenarios and financial lines of defense](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3005, 2024.

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

Franziska Maruhn, Richard Morris und Michal Slavik

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 82 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 6. bis zum 14. Januar 2025 statt.¹

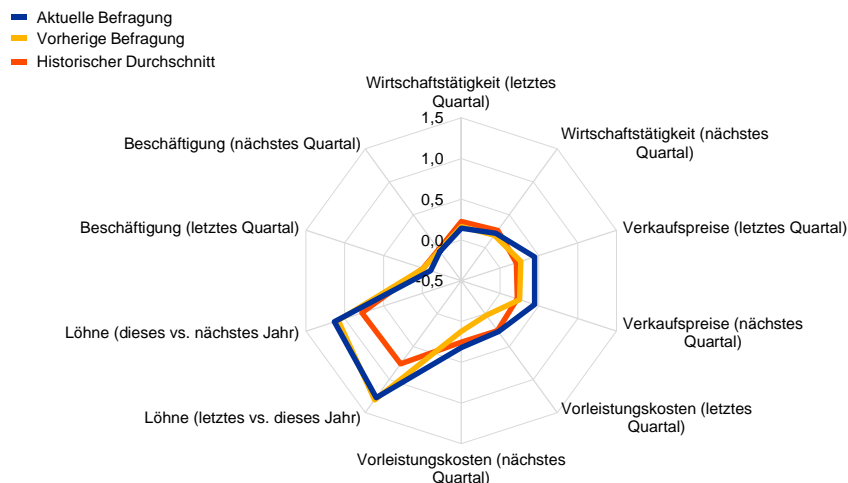
Den befragten Unternehmen zufolge war die Wirtschaftstätigkeit um den Jahreswechsel herum verhalten, wobei die Produktion im verarbeitenden Gewerbe stagnierte oder rückläufig war, während sich die Aktivität im Dienstleistungssektor widerstandsfähiger zeigte (siehe Abbildung A und Abbildung B). Die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe wurde zunehmend als strukturell angesehen. Zurückzuführen war dies auf die hohen Energie- und Arbeitskosten, ein hemmendes regulatorisches Umfeld und einen verstärkten Importwettbewerb. Ausschlaggebend für die Aktivitätssteigerung im Dienstleistungssektor waren sowohl die privaten Konsumausgaben als auch die Nachfrage nach unternehmensbezogenen Dienstleistungen mit Schwerpunkt auf der Effizienz und der Transformation von Geschäftsmodellen.

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

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

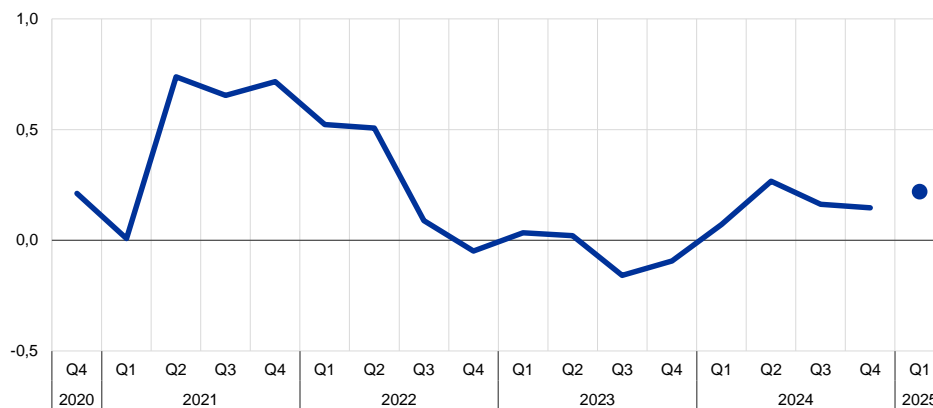
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung. Für die aktuelle Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das vierte Quartal 2024 und „nächstes Quartal“ auf das erste Quartal 2025. Für die vorherige Befragung beziehen sich die Begriffe auf das dritte bzw. vierte Quartal 2024. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/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 Konsumausgaben für Dienstleistungen nahmen nach Ansicht der befragten Unternehmen nach wie vor stärker zu als jene für Waren, wobei nach wie vor stark auf die Preise geachtet wurde. Im Lebensmitteleinzelhandel griffen die Kunden weiterhin auf günstigere Produktvarianten zurück. Dies kam den Discountern zugute, während die Supermärkte im Gegenzug ihr Eigenmarkensortiment zulasten von Premiummarken ausweiteten. Befragte aus dem Einzelhandel ohne Nahrungsmittel berichteten von einer zunehmenden Konkurrenz durch chinesische Onlinehändler. In diesem Zusammenhang meldeten Einzelhandelsunternehmen für Bekleidung erhebliche Störungen in den mittleren Preissegmenten, während die Nachfrage nach höherpreisigen Luxusmarken kräftig zulegte. Der Verbrauchermarkt wies in Bezug auf Haushaltsgeräte gewisse Anzeichen einer Erholung auf. Den befragten Unternehmen aus dem Bereich Reiseverkehr und Tourismus zufolge war ein anhaltend robustes Wachstum zu verzeichnen. Dazu zählten eine verlängerte Sommersaison 2024, eine bislang positive Wintersaison und ein sehr starker Zuwachs bei den Frühbuchungen für die Sommersaison 2025, der allerdings zum Teil durch den stärkeren Trend zu frühzeitigen Buchungen bedingt war. Die Nachfrage nach Urlaubsreisen nahm trotz erheblicher Preissteigerungen weiter spürbar zu, wobei die Verbraucherinnen und Verbraucher den Angaben zufolge allerdings bei Zusatzausgaben wie Restaurantbesuchen sparten. Auch Unternehmen aus der Telekommunikationsbranche berichteten von einem kontinuierlichen Anstieg der Konsumnachfrage.

Abbildung B

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

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

Die gedämpfte Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe belastete weiterhin die Investitionen, doch wurde die Nachfrage nach einigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen dadurch stimuliert, dass nun das Thema Effizienz im Blickpunkt stand.

Die meisten Befragten aus dem verarbeitenden Gewerbe gaben an, dass die Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2024 gegenüber den Erwartungen, wonach man von einer leichten Erholung ausgegangen war, enttäuschend ausgefallen sei. Die Nachfrage liege stattdessen nach wie vor im Wesentlichen unverändert auf einem niedrigen Niveau. Die Schwäche wurde zunehmend als strukturell angesehen. Viele Unternehmen nannten als Grund den sprunghaften Anstieg der Energie- und Arbeitskosten in den letzten Jahren, von dem die Wettbewerber in anderen Teilen der Welt nicht im gleichen Maße betroffen gewesen seien. Darüber hinaus führten sie ein immer schwerfälligeres regulatorisches Regelwerk an, das nun auch noch mit Unsicherheit hinsichtlich künftiger Zölle einhergehe. Zusammen mit den nach wie vor relativ hohen Zinsen sorgte dies für ein schlechtes Investitionsklima im Bereich neuer Ausrüstungen, sodass viele Unternehmen versuchten, ihre Kapazitäten im Euroraum zu reduzieren. Allerdings nahm die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen zu, mit denen die Firmen eine Kostensenkung, Reduzierung von CO₂-Emissionen und Transformation bzw. Erhöhung der Widerstandsfähigkeit ihrer Geschäftstätigkeit erreichen wollen. Folglich vermeldeten Unternehmen im Investitionsgütersektor, die effizientere oder grüne Technologien liefern, eine gute oder sich erholende Nachfrage. Darüber hinaus berichteten Anbieter unternehmensbezogener Dienstleistungen von einer rasch wachsenden Nachfrage nach künstlicher Intelligenz und Cybersicherheit, was auch den Bedarf an entsprechenden Beratungsleistungen beflügelte.

Im Gegensatz zum verarbeitenden Gewerbe gab es etwas positivere Meldungen aus dem Baugewerbe und dem Immobiliensektor. Gebremst wurde die Bautätigkeit indes nach wie vor durch fehlende Aufträge im Wohnungsbau, die

auf hohe Kosten und lange Genehmigungsverfahren zurückzuführen waren, sowie durch mangelnde öffentliche Ausgaben und politische Entscheidungen – vor allem in Deutschland und Frankreich. Dagegen verzeichnete der Nichtwohnungsbau (insbesondere Rechenzentren sowie Infrastruktur für grüne Technologie und Telekommunikation) weitere Zuwächse. Zudem wies der Immobilienmarkt Anzeichen einer Erholung auf, und der Wohnungsbau dürfte sich im Jahresverlauf 2025 wieder beleben.

Insgesamt rechneten die befragten Unternehmen auf kurze Sicht jedoch nicht mit einer wesentlichen Veränderung der Wirtschaftstätigkeit. Nach dem Bruch der Regierungskoalitionen in Deutschland und Frankreich und infolge der mangelnden Klarheit über die künftige Politik der neuen US-Regierung war die wirtschaftliche und politische Unsicherheit sehr hoch. Daher dürfte sich das Vertrauen auf kurze Sicht nicht wesentlich verbessern. Viele Befragte waren jedoch nach wie vor zuversichtlich, dass sich die Konjunktur im weiteren Jahresverlauf 2025 stärker erholen werde, wenn es mehr Klarheit hinsichtlich der Wirtschaftspolitik im Euroraum und weltweit geben sollte.

Die Beschäftigungsaussichten wurden weiterhin als schwach eingeschätzt, da sich viele Unternehmen auf die Steigerung ihrer Effizienz und Produktivität konzentrierten. Viele Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe entließen Personal, während andere Firmen bei Neueinstellungen zögerlich waren. Die Arbeitsvermittlungsagenturen meldeten ein weiteres Quartal mit rückläufiger Aktivität in den meisten Ländern und Sektoren. Überdies seien nur verhältnismäßig wenige befristete Arbeitsverträge in unbefristete umgewandelt worden. Einige Befragte gaben an, dass die Fluktuationsrate niedrig gewesen sei, da die Beschäftigten weniger bereit seien, ihren Arbeitsplatz zu wechseln, und potenzielle Zielunternehmen im Hinblick auf Lohn und Gehalt nicht den erforderlichen Anreiz boten. Ungeachtet der in einigen Bereichen strukturell angespannten Arbeitsmarktlage vermeldeten erstmals seit langer Zeit weniger Unternehmen einen Arbeitskräftemangel, was die Anwerbung von Personal in wachstumsstarken Sektoren erleichterte.

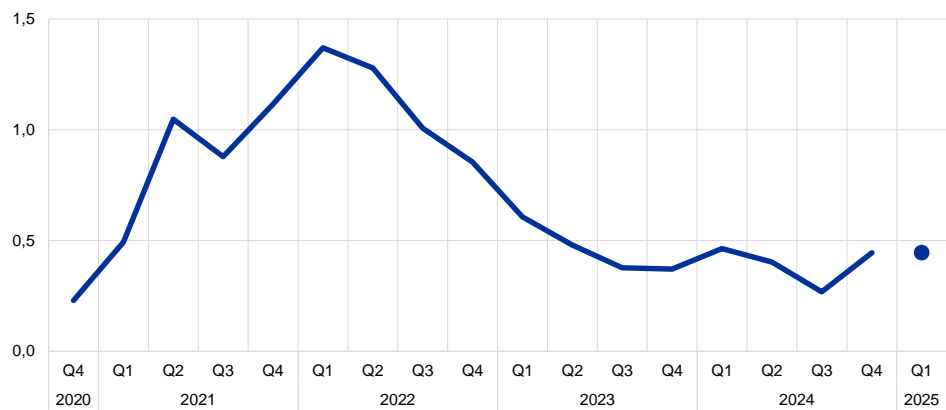
Die befragten Unternehmen berichteten von moderaten Preissteigerungen, wobei im Durchschnitt vor allem im Dienstleistungssektor eine leichte Zunahme zu verzeichnen war (siehe Abbildung A und Abbildung C). Die Preise im verarbeitenden Gewerbe waren den Befragten zufolge insgesamt recht stabil. Im Investitionsgütersektor legten die Preise moderat zu, da die Unternehmen bestrebt waren, Kostensteigerungen weiterzugeben. In der Konsumgüterbranche waren die Preise unverändert, während jene für Vorleistungen sanken, was sowohl der schwachen Nachfrage als auch den Preisrückgängen bei vielen Rohstoffen zuzuschreiben war. Im Baugewerbe verringerten sich die Preise für die meisten Baustoffe, wenngleich steigende CO₂-Preise und eine Verlagerung hin zu weniger CO₂-intensivem – aber teurerem – Zement Aufwärtsdruck auf die durchschnittlichen Zementpreise ausübten. Die Preise für Dienstleistungen verzeichneten einen kräftigeren Anstieg. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem der höhere Anteil des Faktors Arbeit bei vielen unternehmensbezogenen und verbrauchernahen Dienstleistungen sowie die anhaltende Bereitschaft der Verbraucherinnen und

Verbraucher, höhere Preise (insbesondere auch für tourismusbezogene Dienstleistungen) zu akzeptieren. Der Einzelhandel meldete zumeist stabile Preise oder moderate Preissteigerungen, die vor dem Hintergrund zunehmender Kosten, aber auch eines Wettbewerbsumfelds mit preissensiblen Kunden zu sehen waren. Den befragten Unternehmen zufolge verteuerten sich auch Energie und Transportleistungen. Für den Preisanstieg bei Energie spielten angesichts geringerer Gasspeicherstände in erster Linie höhere Gaspreise eine Rolle. Die teureren Transportleistungen waren unter anderem auf gestiegene regulatorische Kosten und zum Teil auf höhere Seefrachtraten zurückzuführen, die durch das weiterhin begrenzte Angebot und die starke Nachfrage in den letzten Monaten bedingt waren.²

Abbildung C

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

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

Die Unternehmen gingen weiterhin davon aus, dass sich das Lohnwachstum allmählich abschwächen wird (siehe Abbildung D).

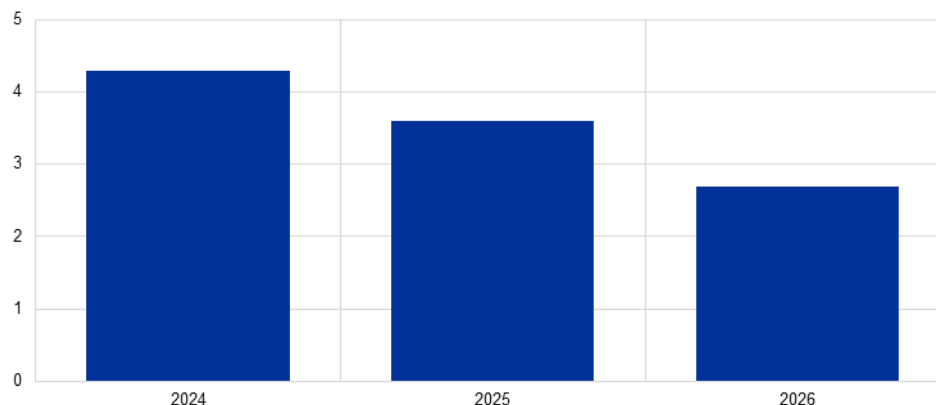
Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird das Lohnwachstum von 4,3 % im Jahr 2024 auf 3,6 % im Jahr 2025 sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der quantitativen Angaben). Damit sind die Werte gegenüber der vorherigen Umfragerunde weitgehend unverändert. Darüber hinaus rechnete die begrenzte Anzahl der Befragten, die quantitative Angaben für 2026 machten, im Durchschnitt mit einer weiteren Verlangsamung des Lohnwachstums auf 2,7 %.

² Durch die Umleitung vieler Frachtschiffe aufgrund der Lage im Roten Meer war der Transport per Seefracht weiterhin eingeschränkt. Unterdessen wurde ein Teil des Frachtverkehrs vorgezogen, da der Termin für das chinesische Neujahrsfest ungewöhnlich früh lag. Zudem gab es Befürchtungen hinsichtlich möglicher Streiks des Hafenspersonals an der US-amerikanischen Ostküste und potenzieller Zölle auf Importe in die Vereinigten Staaten.

Abbildung D

Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums

(in %)



Quelle: EZB.

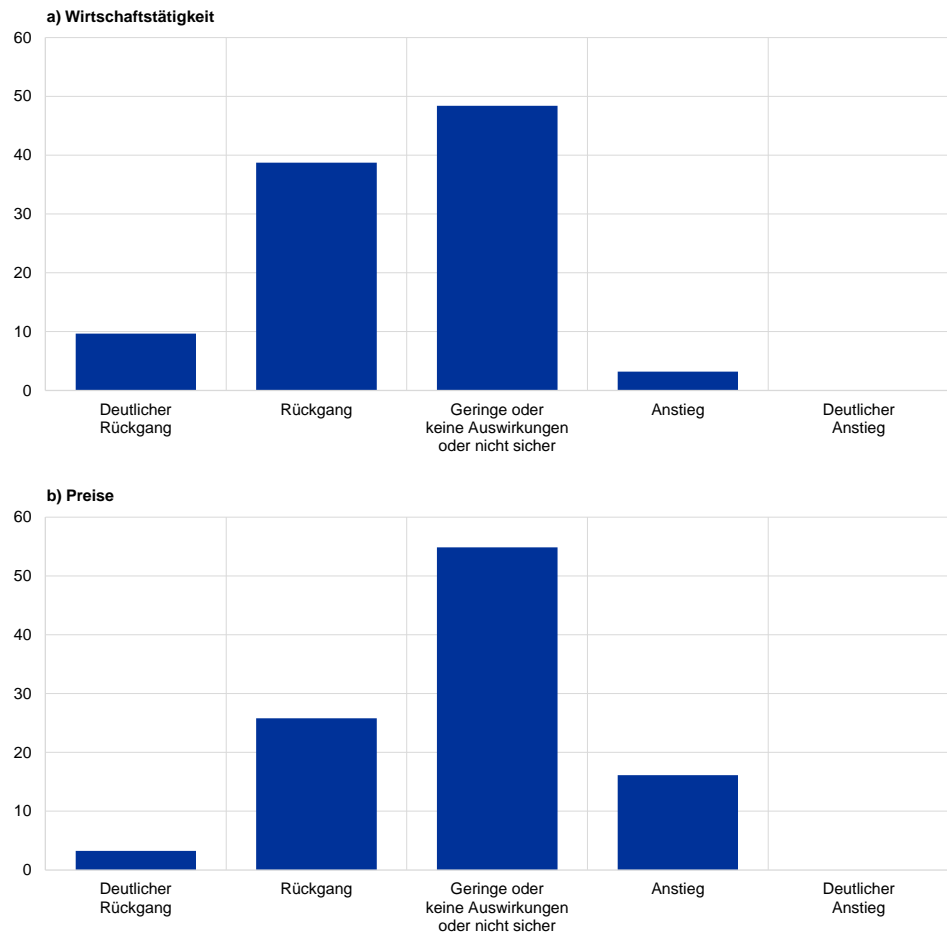
Anmerkung: Dargestellt sind die Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor im Jahr 2024 und die Erwartungen für 2025 und 2026. Die Durchschnittswerte für 2024, 2025 und 2026 basieren auf den Angaben von 73, 75 bzw. 21 befragten Unternehmen.

In dieser Umfragerunde wurden die Unternehmen gefragt, welche Auswirkungen sie für die Wirtschaftstätigkeit und die Preise in ihrem Sektor im Euroraum erwarten, wenn die neue US-Regierung die Zölle tatsächlich in der vorgeschlagenen Höhe anheben sollte. Rund die Hälfte der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe gab an, dass ihre Aktivität im Euroraum negativ beeinflusst werden würde (siehe Abbildung E, Grafik a). Viele antworteten jedoch, dass die Auswirkungen durch Produktionsmodelle, die bereits weitgehend „lokal für lokal“ ausgerichtet seien, also eine Produktion vor Ort vorsehen würden, begrenzt werden dürften. Einige Unternehmen berichteten, dass sie lediglich komplexere Produkte aus dem Euroraum in die Vereinigten Staaten exportierten. Bei diesen Produkten gebe es häufig kaum oder gar keinen Wettbewerb mit US-amerikanischen Firmen, und die Kosten der Zölle würden auf die Preise in den Vereinigten Staaten aufgeschlagen. Die größte Sorge vieler Unternehmen in Bezug auf ihre Geschäfte im Euroraum betraf mögliche Handelsumlenkungen, insbesondere dann, wenn die Vereinigten Staaten die Zölle auf chinesische Waren überproportional stark anheben würden. In Ermangelung von Schutzmaßnahmen der EU gingen daher mehr Befragte in ihrem Sektor im Euroraum davon aus, dass die Preisentwicklung eher negativ als positiv beeinflusst werde (siehe Abbildung E, Grafik b). Sollten Schutzmaßnahmen und Vergeltungsmaßnahmen zu einem breiter angelegten Zollkrieg führen, seien Kosten- und Preissteigerungen wesentlich wahrscheinlicher.

Abbildung E

Erwartete Auswirkungen einer Anhebung der US-Zölle auf die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe im Euroraum

(in % der befragten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe)



Quelle: EZB.

Änderungen am Sicherheitenrahmen des Eurosystems im Sinne einer stärkeren Harmonisierung

Ioana Alexopoulou, Calogero Brancatelli, Diana Gomes, Daniel Gybas und Stephan Sauer

Der Sicherheitenrahmen für die Kreditgeschäfte des Eurosystems ist ein wesentlicher Bestandteil des geldpolitischen Handlungsrahmens der EZB.

Kreditgeschäfte spielen seit jeher eine zentrale Rolle, um den Liquiditätsbedarf der Banken zu decken und den Kurs der Geldpolitik zu steuern. Zudem hat sich die EZB rechtlich verpflichtet, Banken und anderen Geschäftspartnern nur dann Kredite zu gewähren, wenn sie angemessene Sicherheiten stellen.¹

Seit der globalen Finanzkrise arbeitet das Eurosystem mit dem allgemeinen, dauerhaft geltenden Sicherheitenrahmen sowie mit einem zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen, der die krisenbedingten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien umfasst.²

Die Zulassungskriterien des allgemeinen Sicherheitenrahmens werden im gesamten Eurosystem vollständig harmonisiert angewendet. Unter den zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen fallen Vermögenswerte, die den Zulassungskriterien des allgemeinen Rahmens nicht genügen, jedoch aufgenommen wurden, um einem bei akutem Finanzstress erhöhten Sicherheitenbedarf der Geschäftspartner Rechnung zu tragen. Einige dieser Vermögenswerte (z. B. zusätzliche Kreditforderungen (Additional Credit Claims – ACCs) und marktfähige Schuldtitel, die von der Mindestbonitätsanforderung befreit sind) wurden nach jeweiligem Ermessen der NZBen als Sicherheiten im zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen akzeptiert. Hierbei handelt es sich um ein nicht vollständig harmonisiertes Vorgehen, das zudem einer Genehmigung durch den EZB-Rat bedarf. Beide Sicherheitenrahmen haben im Zeitverlauf eine Reihe von Veränderungen erfahren, die sich aus der Reaktion des Eurosystems auf unterschiedliche Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen ergaben.

Einige der wichtigsten Änderungen am Sicherheitenrahmen stellten darauf ab, eine hohe Beteiligung an den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) und den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) zu ermöglichen.

Im Dezember 2011 erweiterte die EZB den zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen um ACCs. Diese Maßnahme sollte neben mehreren weiteren dazu beitragen, die Kreditvergabe der Banken und die Geldmarktaktivität zu fördern – besonders während der ersten LRGs der EZB mit dreijähriger Laufzeit

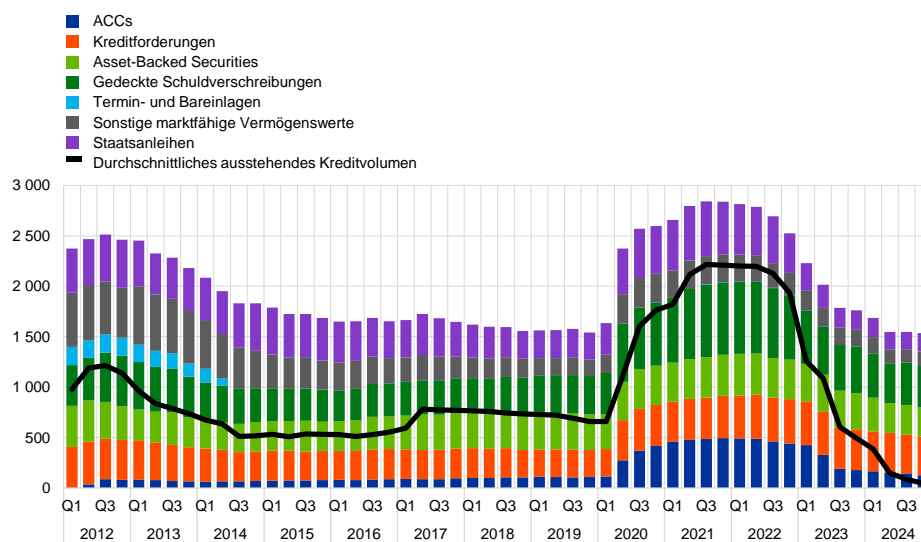
¹ Siehe Artikel 18.1 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

² Die Regelungen für den allgemeinen Sicherheitenrahmen finden sich in der [Leitlinie \(EU\) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems \(EZB/2014/60\) \(Neufassung\) \(ABl. L 91 vom 2.4.2015, S. 3\)](#). Die Regelungen für den zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen finden sich in der [Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 9. Juli 2014 über zusätzliche zeitlich befristete Maßnahmen hinsichtlich der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und der Notenbankfähigkeit von Sicherheiten und zur Änderung der Leitlinie EZB/2007/9 \(EZB/2014/31\) \(Neufassung\) \(ABl. L 240 vom 13.8.2014, S. 28\)](#).

(siehe Abbildung A).³ Zunächst wurden ACCs von etwa einem Drittel der NZBen des Euroraums akzeptiert. Als dann aufgrund der Corona-Pandemie im April 2020 Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien eingeführt wurden, um die starke Inanspruchnahme der GLRG III zu stützen, gingen fast alle NZBen des Euroraums dazu über, ACCs als Sicherheiten anzuerkennen.⁴ Im Zuge der Erweiterung der Zulassungskriterien wurden in der Regel auch geeignete Maßnahmen zur Risikokontrolle entwickelt.⁵ Im März 2022 begann die EZB, die pandemiebedingten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien nach und nach auslaufen zu lassen.⁶

Abbildung A
Anteil der ACCs an den mobilisierten Sicherheiten

(in Mrd. €, nach Bewertung und Abzug von Bewertungsabschlägen)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Verwendung von Sicherheiten: Durchschnitt der Monatsendwerte je Zeitraum. Durchschnittliches ausstehendes Kreditvolumen: Gesamtwert aller Kreditgeschäfte des Eurosystems auf Basis von Tageswerten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024.

Im Sinne eines stärker harmonisierten, flexibleren und risikoeffizienteren Sicherheitenrahmens für das Eurosystem unternahm der EZB-Rat am 29. November 2024 einen weiteren Schritt, um den zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen auslaufen zu lassen.⁷ Er handelte dabei im Einklang mit den Ergebnissen der jüngsten Überprüfung des geldpolitischen Handlungsrahmens und

³ Eine Beschreibung der von den NZBen damals verwendeten ACC-Rahmen findet sich bei K. Tamura und E. Tabakis, [The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 148, 2013.

⁴ In folgenden Ländern wurden ACCs akzeptiert: Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Lettland, Litauen, Malta, Österreich, Portugal, Slowenien, Slowakei und Finnland.

⁵ Beispielsweise verwendet das Eurosystem höhere Bewertungsabschläge für Vermögenswerte mit schlechterer Bonität.

⁶ Siehe EZB, [EZB gibt Zeitplan für schrittweises Auslaufen der pandemiebedingten befristeten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien bekannt](#), Pressemitteilung vom 24. März 2022; EZB, [Beschlüsse des EZB-Rats \(ohne Zinsbeschlüsse\) – Dezember 2023](#), Pressemitteilung vom 15. Dezember 2023.

⁷ Siehe EZB, [EZB kündigt Änderungen am Sicherheitenrahmen des Eurosystems zwecks stärkerer Harmonisierung an](#), Pressemitteilung vom 29. November 2024.

im Bestreben, für einen stets breiten Sicherheitenrahmen zu sorgen. So wurden mehrere Maßnahmen beschlossen, die die Rückkehr zu einem harmonisierten Sicherheitenverzeichnis ermöglichen, das allen Geschäftspartnern – unabhängig von deren Standort im Euroraum – zur Verfügung steht.⁸ Die Beschlüsse des EZB-Rats folgen den Grundsätzen, auf denen der geldpolitische Handlungsrahmen basiert. Somit werden sie sicherstellen, dass der Sicherheitenrahmen auch während der Normalisierung der Bilanz des Eurosystems angemessen bleibt.⁹

Um einen breiten und flexiblen Sicherheitenrahmen zu gewährleisten, werden einige befristet zugelassene Arten von Vermögenswerten in den allgemeinen Sicherheitenrahmen aufgenommen. Dies gilt für zwei Arten von

Vermögenswerten, die im gesamten Eurosystem bereits Bestandteil des befristeten Rahmens waren und nun in den allgemeinen Sicherheitenrahmen aufgenommen werden: a) Asset-Backed Securities, deren zweitbestes Rating der Kreditqualitätsstufe 3 auf der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems entspricht (BBB-) und die den Zulassungskriterien des zeitlich befristeten Sicherheitenrahmens genügen¹⁰, und b) bestimmte marktfähige Vermögenswerte in US-Dollar, Pfund Sterling oder japanischen Yen.¹¹ Hinzu kommt eine Diversifizierung der Bonitätsbeurteilungsquellen: Das Eurosystem lässt nun auch die statistischen internen Bonitätsbeurteilungssysteme (S-ICASs) der NZBen für Kreditforderungen des allgemeinen Sicherheitenrahmens zu. Diese Systeme beurteilen die Kreditwürdigkeit nichtfinanzieller Unternehmen anhand eines quantitativen Ansatzes und richten sich dabei nach einem harmonisierten Regelungsrahmen.¹² Die meisten S-ICASs wurden zunächst als Reaktion auf die Corona-Pandemie eingeführt, um das Spektrum an verfügbaren Sicherheiten zu diversifizieren. Im Fokus standen insbesondere kleine und mittlere nichtfinanzielle Unternehmen, die als Schuldner von ACCs auftraten. Zudem beschloss der EZB-Rat weitere Vorbereitungsarbeiten, um künftig Pools von Kreditforderungen gegenüber nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den allgemeinen Sicherheitenrahmen aufzunehmen. Im Rahmen dieser Vorbereitungen wird ein angemessener Risikokontrollrahmen erarbeitet, und es werden alle notwendigen technischen Anforderungen festgelegt.

Um die Komplexität und Heterogenität des Sicherheitenrahmens des Eurosystems zu verringern, soll nach Fälligkeit aller GLRGs die befristete Zulassung weiterer Arten von Vermögenswerten auslaufen. Dabei handelt es sich um: a) Kredite an Privatpersonen und Kreditforderungspools, die durch

⁸ Siehe EZB, [Erklärung des EZB-Rats – Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen](#), Pressemitteilung vom 13. März 2024.

⁹ Die Umsetzung der Geldpolitik beruht auf folgenden Grundsätzen: Wirksamkeit, Robustheit, Flexibilität, Effizienz, offene Marktwirtschaft und Sekundärziel.

¹⁰ Weitere Informationen zur harmonisierten Ratingskala des Eurosystems und zum Eurosystem credit assessment framework (ECAAF) finden sich auf der [Website der EZB](#).

¹¹ Die Zulassung von marktfähigen Vermögenswerten in Fremdwährung erfordert, dass die Emittenten im Euroraum ansässig sind, die Bestände innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) gehalten bzw. die Transaktionen dort abgewickelt werden und alle anderen regulären Kriterien der Notenbankfähigkeit erfüllt sind.

¹² Am 19. Dezember 2024 billigte der EZB-Rat die harmonisierten Rahmenbedingungen für S-ICASs und schuf damit die Voraussetzung für die Akzeptanz von S-ICASs im allgemeinen Sicherheitenrahmen. Siehe EZB, [Beschlüsse des EZB-Rats \(ohne Zinsbeschlüsse\) – Januar 2025](#), Pressemitteilung vom 31. Januar 2025.

Immobilienvermögen besichert sind, b) einzelne Kreditforderungen mit einer Bonität unterhalb der Kreditqualitätsstufe 3 (d. h. einem Rating unterhalb von Investment Grade) und c) Fremdwährungskredite in US-Dollar, Pfund Sterling oder japanischen Yen. Die technischen Anforderungen, die bisher im Zusammenhang mit diesen Arten von Vermögenswerten galten (wie etwa länderspezifische Ansätze zur Bonitätsbeurteilung), werden aufgehoben.

Zur weiteren Vereinfachung des Sicherheitenrahmens werden zwei bestimmte Arten von Vermögenswerten nicht mehr als Sicherheiten im allgemeinen Rahmenwerk zugelassen.

Dies betrifft durch hypothekarische Darlehen an Privatkunden besicherte Schuldtitel (RMBDs) und durch notenbankfähige Kreditforderungen besicherte nicht marktfähige Schuldtitel (DECCs). Diese Sicherheiten wurden in der Vergangenheit nur in begrenztem Maße genutzt. Zudem wurden sie im Vergleich zu anderen Möglichkeiten, die zugrunde liegenden Vermögenswerte zu mobilisieren, kaum nachgefragt. Aus diesem Grund werden sie aus dem Sicherheitenrahmen des Eurosystems herausgenommen, sodass dieser weiter vereinfacht werden kann.

Die beschriebenen Änderungen am Sicherheitenrahmen des Eurosystems werden dazu beitragen, dass die Durchführung der Geldpolitik der EZB auch in Zukunft wirksam, robust, flexibel und effizient ist.

Sie werden mit der nächsten regelmäßigen Aktualisierung des Rechtsrahmens umgesetzt, frühestens jedoch im vierten Quartal 2025. Angesichts der anstehenden Vorbereitungsarbeiten für die Aufnahme von Kreditforderungspools in den allgemeinen Sicherheitenrahmen bleiben Pools von Kreditforderungen gegenüber nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weiterhin Bestandteil des zeitlich befristeten Sicherheitenrahmens und werden bis mindestens Ende 2026 als notenbankfähige Sicherheiten akzeptiert. Gleiches gilt für Kreditforderungen, die von pandemiebedingten Teilgarantien des öffentlichen Sektors profitieren. Ein Großteil dieser Forderungen wird fällig geworden sein, sodass ihre Zulassung als Sicherheit auslaufen kann. In jedem Fall wird der EZB-Rat einen breiten Sicherheitenrahmen gewährleisten, um den Geschäftspartnern die Nutzung der Kreditgeschäfte des Eurosystems zu erleichtern.

Von Pressekonferenzen bis hin zu Reden: Wie wirkt sich die geldpolitische Kommunikation der EZB aus?

Yıldız Akkaya, Lea Bitter, Adriana Grasso und Brian Amorim Cabaco

Die geldpolitische Kommunikation leistet einen wichtigen Beitrag dazu, die Erwartungen zu steuern und die Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Erreichung des Preisstabilitätsziels zu erhöhen. Die EZB gibt ihre geldpolitischen Beschlüsse primär über die Erklärungen und Ankündigungen im Anschluss an die geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats bekannt. Letztere finden in der Regel alle sechs Wochen statt. In der Zeit zwischen diesen Sitzungen sind zur Steuerung der geldpolitischen Erwartungen aber auch andere Kommunikationsformen von großer Bedeutung, wie etwa Reden, Interviews und die Zusammenfassung der vorangegangenen EZB-Ratssitzung.

Mithilfe der Messung hochfrequenter Veränderungen der Vermögenspreise rund um geldpolitische Ereignisse lassen sich Erwartungsänderungen beurteilen, die sich aus der EZB-Kommunikation ergeben. Eine Untersuchung der Auswirkungen der Kommunikation, die zwischen den geldpolitischen Sitzungen erfolgt, trägt dazu bei, Veränderungen der geldpolitischen Erwartungen besser zu verstehen, denn hierdurch erhält man einen umfassenderen Überblick über den geldpolitischen Kurs der EZB und ihre Absichten.¹

Eine Betrachtung der geldpolitischen Kommunikation der EZB über verschiedene Kanäle liefert tiefere Erkenntnisse darüber, inwieweit diese jeweils die Erwartungen lenken können. Um zu analysieren, wie sich die EZB-Kommunikation auf die Märkte auswirkt, wird die Stichprobe der geldpolitischen Ereignisse (Pressemitteilungen zu den geldpolitischen Beschlüssen und Pressekonferenzen) in [Altavilla et al. \(2019\)](#) um die Kommunikation zwischen den EZB-Ratssitzungen erweitert. Dabei werden unter anderem relevante Reden² der EZB-Präsidentin bzw. ihrer Vorgänger berücksichtigt, in denen es um die Durchführung der Geldpolitik geht. Schlagzeilen von Bloomberg, die sich auf die EZB und deren Geldpolitik beziehen und von Bloomberg-Nutzern als besonders relevant eingestuft wurden, stellen eine weitere Informationsquelle dar. Einbezogen werden außerdem die veröffentlichten Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen, in denen die Diskussionen des EZB-Rats während dieser Sitzungen protokolliert werden, sowie der Wirtschaftsbericht, der die Beweggründe für die geldpolitischen Beschlüsse vor dem Hintergrund der Wirtschafts- und Finanzlage erörtert. Die Stichprobe reicht von 1999 bis einschließlich Oktober 2023. Wie häufig kommuniziert wird, ändert sich im Zeitverlauf. Beeinflusst wird dies durch

¹ Für die Vereinigten Staaten zeigen Bauer und Swanson, dass die Marktteilnehmer aus Reden wesentliche Informationen zum geldpolitischen Kurs ziehen (siehe M. D. Bauer und E. T. Swanson, [An alternative explanation for the 'Fed information effect'](#), American Economic Review, Bd. 113, Nr. 3, 2023). Außerdem weist Swanson nach, dass öffentliche Reden der Vorsitzenden der Federal Reserve zu Veränderungen der US-Staatsanleiherenditen in einer Größenordnung führen, die mit jenen nach Sitzungen des Offenmarktausschusses vergleichbar sind (siehe E. T. Swanson, [The importance of Fed Chair speeches as a monetary policy tool](#), AEA Papers and Proceedings, Bd. 113, 2023).

² Als relevante Reden gelten solche, über die in den Wirtschaftsnachrichtendiensten berichtet wurde.

Veränderungen der institutionellen Konventionen wie etwa die Zahl der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats pro Jahr. Die Häufigkeit der dokumentierten Kommunikationsereignisse nahm insbesondere in kritischen Phasen wie der globalen Finanzkrise (2008-2009), der europäischen Staatsschuldenkrise (2010-2012), der Corona-Pandemie (2020-2021) und während des anschließenden Inflationsschubs (2021-2022) zu.³

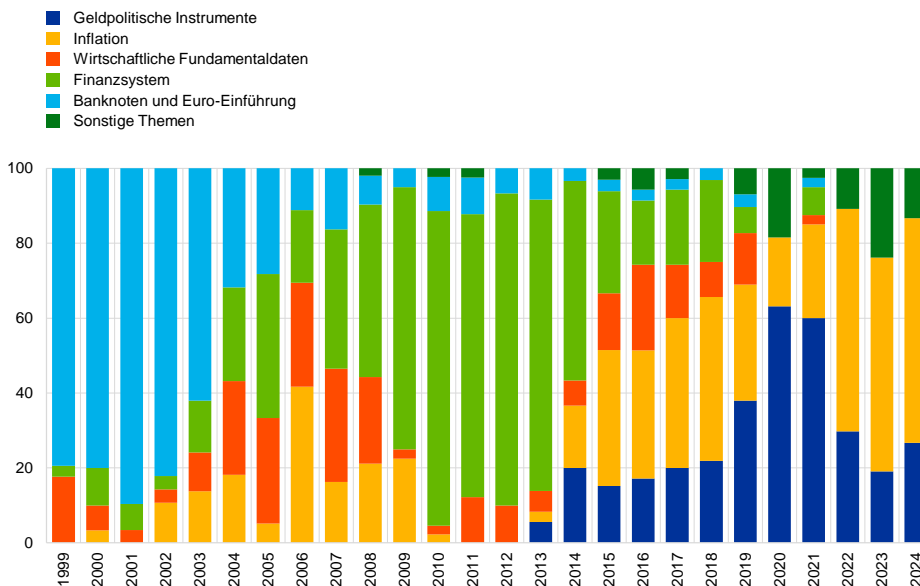
Die Entwicklung der EZB-Kommunikation zeigt, dass sich die relative Bedeutung einzelner Themen verschiebt, wenn sich die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen und das politische Umfeld ändern. Mithilfe eines probabilistischen Themenmodells werden aus den unterschiedlichen Kommunikationsformen der EZB sechs klar abgegrenzte Themen herausgefiltert. Jedes Thema wird anhand einer Liste charakteristischer Wörter gekennzeichnet, die mit hoher Wahrscheinlichkeit mit dem jeweiligen Thema in Zusammenhang gebracht werden. Damit ist eine klare Unterscheidung der verschiedenen Themen gewährleistet, die vom Modell identifiziert werden. Dieser Ansatz ermöglicht es, Themenänderungen im Zeitverlauf zu beobachten. Abbildung A zeigt, dass sich der thematische Fokus der Kommunikation der EZB immer wieder verschoben hat. In den Anfangsjahren der EZB konzentrierte sich die Kommunikation vor allem auf die Realisierung des Euro und dessen Einführung sowie auf den institutionellen Rahmen der EZB. Nach den 2000er-Jahren verlor das Thema „Banknoten und Euro-Einführung“ an Bedeutung. Vor Ausbruch der globalen Finanzkrise gehörten die Preisentwicklung („Inflation“), die „wirtschaftlichen Fundamentaldaten“ und die Finanzmärkte („Finanzsystem“) zu den wiederkehrenden Themen. Ende der 2000er-Jahre und Anfang der 2010er-Jahre verschob sich der Fokus in Richtung Finanzmarktstress, Bankenaufsicht, Finanzkrise und die anschließende Staatsschuldenkrise, die alle der Thematik „Finanzsystem“ zugerechnet werden können. Die „geldpolitischen Instrumente“ gewannen ab Mitte der 2010er-Jahre bis 2021 an Bedeutung, als die Leitzinsen in der Nähe der Zinsuntergrenze lagen und Sondermaßnahmen ergriffen wurden. Mit den Inflationsschüben, die ab 2021 im Gefolge der Pandemie einsetzten, verlagerte sich der Schwerpunkt der Kommunikation wieder auf die Inflation. Seit 2020 geht es zudem immer häufiger auch um neue Themen, die für geldpolitische Entscheidungen eher indirekt relevant sind wie etwa Klimawandel, Energiewende, Digitalisierung und Geschlechterparität. Sie alle zählen zu den „sonstigen Themen“.

³ Eine weitere Untersuchung, wie die Finanzmärkte auf die Kommunikation der EZB reagieren, findet sich in: K. Istrefi, F. Odendahl und G. Sestieri, [ECB communication and its impact on financial markets](#), Working Paper Series der Banque de France, Nr. 859, 2022. Die Studie belegt, dass es wichtig ist, die Kommunikation in der Zeit zwischen den Sitzungen zu verfolgen.

Abbildung A

Entwicklung der in der EZB-Kommunikation erörterten Themen

(Anteil des betreffenden Themas in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung werden folgende Kommunikationskanäle berücksichtigt: die Pressekonferenzen nach den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats, die damit zusammenhängenden Pressemitteilungen, die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats sowie die Reden der EZB-Präsidentin bzw. ihrer Vorgänger. Nicht berücksichtigt werden die Monatsberichte und Wirtschaftsberichte, denn die Monatsberichte liegen nur im PDF-Format vor und eignen sich deshalb nicht für die Datenfilterung nach Themen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

Die Auswirkungen der Kommunikation der EZB variieren je nach Art des Ereignisses beträchtlich. So beeinflussen die Mitteilungen unmittelbar nach den geldpolitischen Sitzungen und die Kommunikation in der Zeit zwischen den Sitzungen die Marktentwicklung in unterschiedlichem Maße. Am stärksten verändern sich die risikofreien Renditen und die Staatsanleiherenditen nach den Sitzungen des EZB-Rats; die Kommunikation zwischen den Sitzungen wirkt sich indessen im Schnitt deutlich geringer aus (siehe Tabelle). Angesichts der Vielzahl von Reden der EZB-Präsidentin bzw. ihrer Vorgänger ist die mittlere absolute Veränderung je Rede geringer als die der selteneren Erklärungen und Ankündigungen im Anschluss an die EZB-Ratssitzungen. Der kumulierte Effekt, der sich aus der häufigen Kommunikation zwischen den geldpolitischen Sitzungen ergibt, erreicht jedoch ein Niveau, das mit den Auswirkungen der Sitzungen des EZB-Rats auf das Marktgeschehen im Stichprobenzeitraum vergleichbar ist. Insbesondere nach Reden der EZB-Präsidentin bzw. ihrer Vorgänger kommt es zu signifikanten kumulierten Renditeschwankungen, die im Umfang jenen ähneln, die sich im Gefolge der Pressemitteilungen zu den geldpolitischen Beschlüssen und der Pressekonferenzen zusammengenommen ergeben. Im Gegensatz dazu haben die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen und die Bloomberg-Schlagzeilen einen deutlich geringeren kumulierten Einfluss auf die Renditen.

Tabelle

Kumulierte absolute hochfrequente Veränderungen der risikofreien Renditen und Staatsanleiherenditen nach Ereignisart

(in Basispunkten)

Ereignisart	1-Monats-OIS-Satz	2-Jahres-OIS-Satz	10-Jahres-OIS-Satz	Rendite 10-jähriger Bundesanleihen	Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen
Pressemitteilungen zu geldpolitischen Beschlüssen	80,6 (0,4)	282,3 (1,4)	296,4 (1,4)	304,6 (1,5)	387,4 (1,9)
Pressekonferenzen des EZB-Rats	66,5 (0,3)	242,2 (1,2)	311,5 (1,5)	344,9 (1,7)	430,8 (2,1)
Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen	11,8 (0,2)	42,1 (0,6)	63,6 (0,9)	65,2 (0,9)	83,5 (1,2)
Monatsberichte/Wirtschaftsberichte	57,4 (0,3)	169,3 (0,8)	201,2 (1,0)	209,5 (1,0)	277,1 (1,4)
Reden der EZB-Präsidentin bzw. ihrer Vorgänger	155,0 (0,2)	473,5 (0,7)	538,9 (0,8)	556,2 (0,8)	716,3 (1,0)
Bloomberg-Schlagzeilen	26,8 (0,1)	105,1 (0,6)	105,5 (0,5)	97,9 (0,5)	111,8 (0,6)

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die kumulierten absoluten hochfrequenten Veränderungen (und in Klammern die mittleren absoluten Veränderungen) für verschiedene risikofreie Renditen und Staatsanleiherenditen, aufgeschlüsselt nach Ereignisart. Berechnet wurden die Veränderungen anhand von Daten aus dem Zeitraum von Januar 2004 bis Oktober 2023. Es wurden folgende hochfrequente Zeitfenster zugrunde gelegt: -10 Minuten bis +20 Minuten um die Veröffentlichung der Pressemitteilungen zu den geldpolitischen Beschlüssen; -10 Minuten bis +75 Minuten um den Beginn der Pressekonferenzen des EZB-Rats; -10 Minuten bis +50 Minuten um die Veröffentlichung der Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen; -10 Minuten bis +80 Minuten um die Veröffentlichung der Monatsberichte/Wirtschaftsberichte; -10 Minuten bis +60 Minuten um die Veröffentlichung der Reden (ohne Anhörungen im Europäischen Parlament); -10 Minuten bis +10 Minuten um die Veröffentlichung der Bloomberg-Schlagzeilen. „OIS“ steht für den Overnight Index Swap (Tagesgeldsatz-Swap).

Im Einklang mit der Fachliteratur weist die Verteilung der Renditeeffekte, die sich infolge von Pressemitteilungen und Pressekonferenzen nach geldpolitischen Sitzungen ergeben, Fat Tails auf.⁴

In der Regel reagieren Renditen nur geringfügig auf geldpolitische Ankündigungen. Bedeutende Ankündigungen lösen jedoch erhebliche Reaktionen bei den Vermögenspreisen aus, was zu einer sogenannten Fat-Tail-Verteilung führt. Dies ist in Grafik a von Abbildung B zu erkennen. Dort zeigt die Breite an jedem Punkt des Violinendiagramms (Violinplot) die Datendichte an. Die meisten Werte konzentrieren sich um den Wert null, und die dünnen Enden markieren gelegentliche stärkere Reaktionen. Bei der Verteilung der Auswirkungen der zwischen den Sitzungen stattfindenden Kommunikation sind die Fat Tails noch ausgeprägter. Dies liegt daran, dass die Reaktion des Marktes generell gedämpfter ausfällt und es seltener signifikante Ereignisse gibt, aber dennoch zwischen den Sitzungen einige wichtige Ereignisse stattfinden können, die an den Rändern der Verteilung einen sehr starken Markteffekt haben.⁵

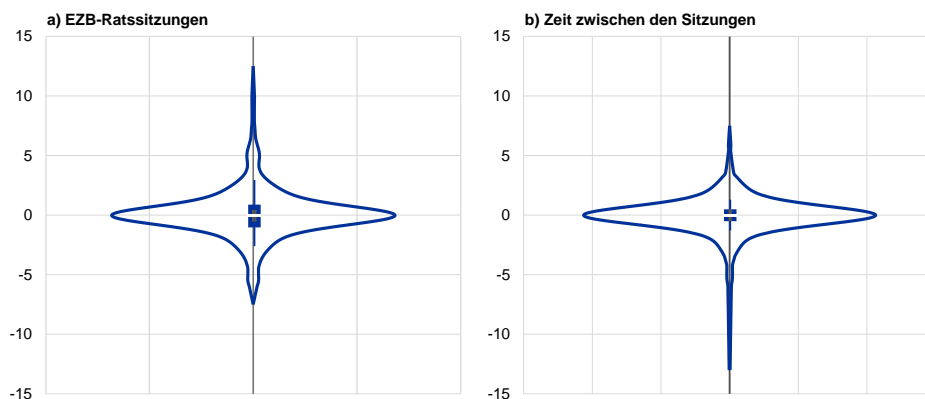
⁴ Zu den Vereinigten Staaten siehe beispielsweise M. Jarociński, [Estimating the Fed's unconventional policy shocks](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 144, 2024. Zum Euroraum siehe etwa Y. Akkaya, L. Bitter, C. Brand und L. Fonseca, [A statistical approach to identifying ECB monetary policy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2994, 2024.

⁵ In seiner richtungsweisenden Rede auf der Global Investment Conference in London im Juli 2012 gab Mario Draghi zu Beginn der Staatsschuldenkrise im Euroraum seine berühmte Zusage, alles Erforderliche zu tun („whatever it takes“), um den Euro zu erhalten. Dies führte zu einem massiven Rückgang der Staatsanleiherenditen.

Abbildung B

Verteilung der hochfrequenten Schwankungen der zweijährigen OIS-Sätze über alle Ereignisarten hinweg

(x-Achse: Dichte; y-Achse: in Basispunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Stichprobe umfasst den Zeitraum von Januar 2004 bis Oktober 2023. Die Violindiagramme zeigen die Kerndichteschätzungen der hochfrequenten Schwankungen der zweijährigen OIS-Sätze über alle Ereignisarten hinweg. Dabei findet eine Spiegelung entlang der y-Achse statt. Die Kastengrafik (Boxplot) zeigt den Median, das 25. Perzentil und das 75. Perzentil der Dichte an.

Damit die EZB ihre Geldpolitik wirksam vermitteln und umsetzen kann, ist es von wesentlicher Bedeutung, dass sie sowohl im Rahmen der Sitzungen des EZB-Rats als auch zwischen diesen Sitzungen entsprechend kommuniziert.

Kommunikation spielt bei der wirksamen Umsetzung der Geldpolitik eine entscheidende Rolle. Die geldpolitischen Beschlüsse werden primär auf den Pressekonferenzen im Anschluss an die EZB-Ratssitzungen bekannt gegeben. Die Kommunikation zwischen den Sitzungen ist jedoch ebenfalls wichtig, um die Entwicklung der geldpolitischen Diskussionen nachverfolgen zu können. Zwar zeigt die Kommunikation zwischen den Sitzungen tendenziell eine geringere Wirkung als die Kommunikation zu den Pressekonferenzen, doch kommt es angesichts ihrer Häufigkeit im Laufe der Zeit zu einem signifikanten kumulierten Effekt. Die Kommunikation zwischen den Sitzungen dient nicht nur dazu, die geldpolitischen Beschlüsse zu erläutern und Rechenschaftspflicht sowie Transparenz zu gewährleisten, sondern auch dazu, die geldpolitischen Erwartungen zu lenken.

8 Schätzungen des natürlichen Zinssatzes für den Euroraum: Erkenntnisse, Unsicherheiten und Unzulänglichkeiten

Claus Brand, Noëmie Lisack und Falk Mazelis

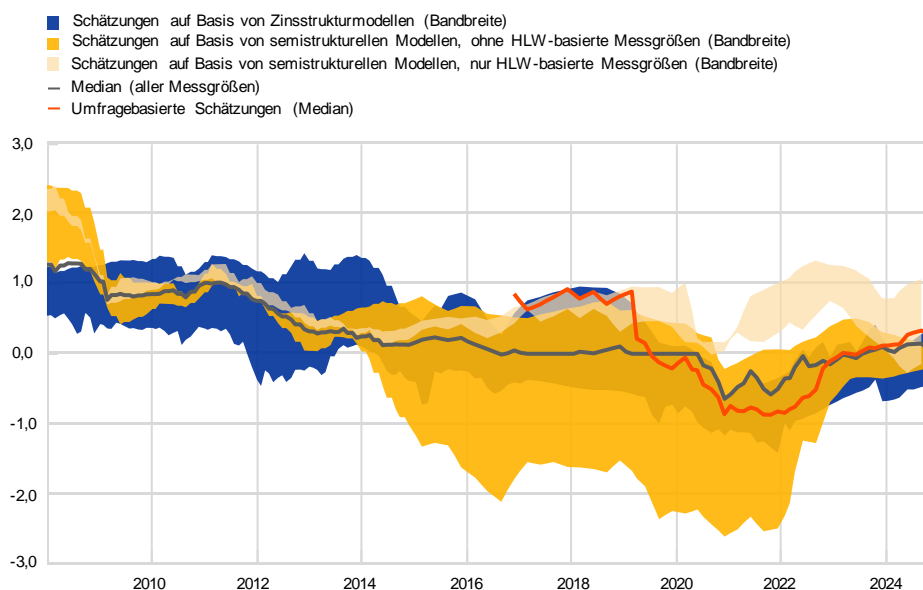
Schätzungen des natürlichen Zinssatzes r^* zeigen Trends auf, die für die Geldpolitik von entscheidender Bedeutung sind, aber auch erheblichen Einschränkungen unterliegen. Dabei ist r^* definiert als der reale Zinssatz, der weder expansiv noch kontraktiv wirkt. Messgrößen von r^* sind üblicherweise als Gleichgewichtswert konzipiert. Auf mittlere bis lange Sicht tendieren die Zinsen in Richtung dieses Gleichgewichtswerts, da sich die aggregierten Ungleichgewichte zwischen Ersparnissen und Investitionen verringern und der Inflations- oder Disinflationsdruck nachlässt, der infolge dieser Ungleichgewichte entstanden sein könnte. Diese Messgrößen können auch Aufschluss über das Risiko geben, dass die kurzfristigen Zinssätze durch die effektive Zinsuntergrenze begrenzt werden. Im Hinblick auf Messung und Modellspezifikationen sind die verfügbaren Messgrößen von r^* jedoch mit Herausforderungen verbunden und extrem unsicher. Dies liegt – in unterschiedlichem Ausmaß – an den Modell-, Parameter-, Filter- und Echtzeitdatenunsicherheiten. Schätzungen von r^* liefern zwar zusätzliche Informationen für die geldpolitischen Beschlüsse und unterstützen die Kommunikation zum geldpolitischen Kurs, können aber nicht als mechanischer Gradmesser für eine jederzeit angemessene Geldpolitik betrachtet werden. Bei der Durchführung der Geldpolitik führt kein Weg daran vorbei, Entscheidungen anhand einer umfassenden Analyse der Daten und ihrer gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen zu treffen. Im Euroraum konzentriert sich diese Beurteilung auf drei Aspekte: die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie die Stärke der geldpolitischen Transmission.

Die Bandbreite der Punktschätzungen aus verschiedenen r^* -Modellen deutet auf eine sehr hohe Modellunsicherheit hin. Bei der Modellunsicherheit handelt es sich um die Variabilität der r^* -Schätzungen, die aus der Verwendung unterschiedlicher Modelle folgt. Da r^* nicht beobachtet werden kann, stützen sich die Fachleute bei ihren Schätzungen auf eine Reihe von Modellen. Diese Modelle können unterschiedliche Definitionen des Referenzzinssatzes beinhalten – etwa das geldpolitische Instrument, das die Zentralbank bei der Durchführung der Geldpolitik einsetzt. Den diversen Modellen können auch unterschiedliche Bestimmungsfaktoren zugrunde liegen, zum Beispiel Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung oder der Zeithorizont, in dem sich die Inflation letztlich stabilisiert. Die Modelle lassen sich nach Art der Messgröße kategorisieren, unter anderem nach langsam veränderlichen Gleichgewichtsmessgrößen und zyklischen inflationsstabilisierenden Messgrößen. Die langsam veränderlichen r^* -Messgrößen sind an die langfristige Konjunkturerwicklung gekoppelt, erfassen aber unter Umständen kurzfristige Schwankungen nicht. Die zyklischen r^* -Messgrößen spiegeln die kurzfristige Dynamik wider und weisen inflationsstabilisierende

Eigenschaften auf. Sie können allerdings anfällig gegenüber vorübergehenden Schocks sein und sind nicht so stabil. Diesen Zielkonflikt aufzulösen, ist ein schwieriges Unterfangen.

Abbildung A Reale natürliche Zinssätze im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: EZB-Berechnungen, Schätzungen des Eurosystems, Federal Reserve Bank of New York und Consensus Economics.
Anmerkung: Die umfragebasierten, auf Zinsstrukturmodellen basierenden und auf semistrukturellen Modellen basierenden Schätzungen beruhen auf denselben Messgrößen, auf die Bezug genommen wird in: EZB, [Schätzungen des natürlichen Zinssatzes im Euroraum: eine aktuelle Betrachtung](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2024. Die auf einem DSGE-Modell basierende Schätzung ist hier nicht enthalten. HLW-basierte Messgrößen, die keine stationäre Realzinslücke aufweisen, werden getrennt von den anderen semistrukturellen Messgrößen dargestellt. Bei den Schätzungen auf Basis von Holston, Laubach und Williams (2023), Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx und Penalver (Mimeo) sowie Carvalho (2023) beziehen sich die jüngsten Angaben auf das dritte Quartal 2024. Bei allen anderen Schätzungen beziehen sie sich auf das vierte Quartal 2024.

Abbildung A weist eine große Bandbreite der Punktschätzungen für den realen natürlichen Zinssatz aus. Die aktualisierte Bandbreite der Punktschätzungen des realen natürlichen Zinses für den Euroraum ist nach einem moderaten Anstieg in der Zeit nach der Pandemie seit Ende 2023 weitgehend unverändert geblieben. Sie entspricht auch den in [Kasten 7 im EZB-Wirtschaftsbericht 1/2024](#) enthaltenen Schätzungen.¹ Hierbei wird zwischen vier Kategorien von Messgrößen unterschieden. Der Median der umfragebasierten Messgrößen wird durch die rote Linie gekennzeichnet. Der dunkelblaue Bereich zeigt Messgrößen, die aus Modellen der Zinsstrukturkurve abgeleitet wurden. Aus semistrukturellen Modellen abgeleitete Maße des natürlichen Zinses werden im dunkelgelben Bereich ausgewiesen. Drei aus dem Holston-Laubach-Williams-Modell (HLW-Modell) abgeleitete Schätzungen werden separat dargestellt (hellgelber Bereich). Für die HLW-Messgrößen liegen

¹ Die in Abbildung A dargestellte Bandbreite steht im Wesentlichen auch mit der Reihe von Schätzungen in Einklang, die vor Kurzem von der BIZ veröffentlicht wurden. Siehe G. Benigno, B. Hofmann, G. Nuño und D. Sandri, [Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic](#), BIS Quarterly Review, März 2024, S. 17-30.

keine Daten für das vierte Quartal 2024 vor.² Betrachtet man nur die Messgrößen im dunkelblauen und im dunkelgelben Bereich – deren Aktualisierung bis zum Jahresende 2024 möglich war –, so liegen die neuesten Schätzungen des realen natürlichen Zinses r^* in einer Bandbreite von $-\frac{1}{2}$ % bis $+\frac{1}{2}$ % (siehe die dunkelblauen und dunkelgelben Intervalle in Abbildung A, die dem vierten Quartal 2024 entsprechen).³ Die Art und Weise, wie diese Messgrößen in ihre entsprechenden nominalen Werte umgerechnet werden können, ist messgrößenspezifisch. Einige der Modelle liefern sowohl reale als auch nominale Varianten von r^* , aus anderen Modellen lassen sich nur Schätzungen einer Variante ablesen. In diesem Fall muss der fehlende Wert von der Schätzung abgeleitet werden. Hierzu werden das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % bzw. die modellkonsistenten mittelfristigen Inflationserwartungen zur Modellschätzung hinzuaddiert oder davon subtrahiert. Werden die drei Schätzungen der verschiedenen Varianten des HLW-Modells ebenfalls berücksichtigt, liegt die Bandbreite des realen Zinses r^* bei $-\frac{1}{2}$ % bis 1 % und die entsprechende nominale Bandbreite bei $1\frac{3}{4}$ % bis 3 %.⁴ Werden lediglich die Messgrößen betrachtet, die in den dunkelblauen und dunkelgelben Bereichen enthalten sind (und deren Aktualisierung bis Ende 2024 möglich war), so liegen die Schätzungen des nominalen Zinssatzes r^* des jüngsten Intervalls in einem Bereich von $1\frac{3}{4}$ % bis $2\frac{1}{4}$ %. Angesichts der zuvor betonten Schätzunsicherheiten haben diese Bandbreiten lediglich indikativen Charakter.

Die Schätzungen des natürlichen Zinssatzes sind zudem mit Unsicherheiten bezüglich der Modellparameter behaftet. Punktschätzungen zeigen in der Regel ein Ergebnis, das von einer einzelnen Schätzung der Modellparameter abhängt. Dabei handelt es sich im Allgemeinen um den „wahrscheinlichsten“ Wert. Die ökonometrischen Methoden zur Schätzung der Modellparameter ergeben jedoch eine ganze Reihe plausibler alternativer Schätzungen. Bayesianische Schätzverfahren stellen beispielsweise auf die Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Parameter ab und nicht auf die entsprechenden Fixpunkt-Schätzungen. Wird dieser

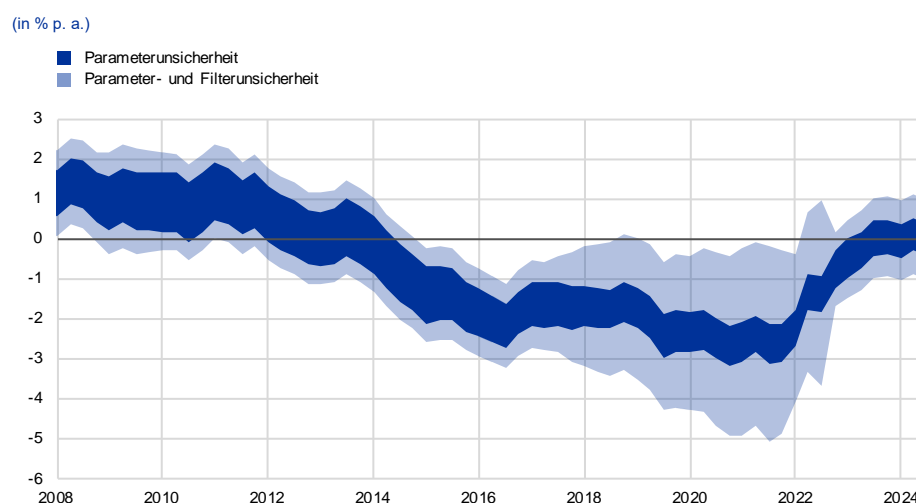
² Die HLW-Schätzungen werden auch deshalb separat ausgewiesen (siehe den hellgelben Bereich), da sie sich methodisch von den anderen semistrukturellen Messgrößen unterscheiden, die im dunkelgelben Bereich dargestellt werden. So stipuliert die HLW-Modellfamilie (siehe Holston et al., 2017) einen rückwärtsbezogenen Zusammenhang zwischen der Realzinslücke, der wirtschaftlichen Unterauslastung und der Inflation. Durch die Einbeziehung einer kontinuierlich beschleunigenden Phillips-Kurve stabilisiert der daraus resultierende r^* -Schätzwert die Inflation um eine Random Drift, d. h. nicht unbedingt in der Nähe des Zielwerts der Zentralbank. HLW-basierte Ansätze enthalten in der Regel keine Zinsgleichung und verfügen daher über keinen Mechanismus, um eine stationäre Realzinslücke zu berücksichtigen. Die daraus hervorgehenden Schätzungen anhaltend negativer Realzinslücken im Euroraum lassen sich jedoch nur schwer damit vereinbaren, dass die Inflation in der Zeit zwischen der globalen Finanzkrise und der Pandemie hinter dem Zielwert zurückblieb. Darüber hinaus verstärkt der ausgeprägt flache Verlauf der geschätzten Phillips-Kurve sowie der Kurve zum Verhältnis zwischen Ersparnissen und Investitionen die Filterunsicherheit. Dies führe laut Holston et al. (2017) zu einer Ungenauigkeit der Schätzung, wobei der durchschnittliche Standardfehler für r^* sehr groß und r^* daher kaum identifizierbar sei. Zu den theoretischen Grundlagen und zur Ökonometrie des HLW-Ansatzes 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; K. Holston, T. Laubach und J. C. Williams, [Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants](#), *Journal of International Economics*, Elsevier, Bd. 108, Supplement 1, 2017, S. S59-S75.

³ Die in diesem Kasten dargelegten Werte für den realen wie auch den nominalen natürlichen Zinssatz r^* sind auf den nächsten Anstieg um 25 Basispunkte gerundet.

⁴ Zieht man zur Referenzprüfung die von der Federal Reserve Bank of New York veröffentlichte HLW-Schätzung für den Euroraum mit Bezug auf das dritte Quartal 2024 heran, so lag diese in nominaler Rechnung bei 1,84 %. Siehe auch den Ansatz, der in folgender Publikation erläutert wird: A. Carvalho, [The euro area natural interest rate – Estimation and importance for monetary policy](#), *Banco de Portugal Economic Studies*, Bd. IX, Nr. 3, 2023. Darin finden sich Informationen zu weiteren auf einer HLW-Methodik basierenden Spezifikationen, die vom Eurosystem erfasst werden.

Ansatz herangezogen, kann eine Verteilung der Werte für die r^* -Schätzung verwendet werden, die mittels der jeweiligen Modelle hervorgebracht wurde. Dies spiegelt die statistische Unsicherheit wider, mit der die Schätzung der Parameter des entsprechenden Modells einhergeht. Nimmt man als Grundlage ein semistrukturelles Modell, dessen Punktschätzung in der in Abbildung A dargestellten Bandbreite enthalten ist (Modell von Brand und Mazelis, 2019), ist zu erkennen, dass die Parameterunsicherheit hinsichtlich der einzelnen Punktschätzungen für r^* recht groß sein kann (siehe Abbildung B, dunkelblauer Bereich).

Abbildung B
Parameter- und Filterunsicherheit bezüglich der Schätzungen des realen natürlichen Zinssatzes im Modell von Brand und Mazelis



Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf C. Brand und F. Mazelis, [Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2257, 2019. Sie wurden derart erweitert, dass die stochastische Volatilität der Produktionslücke, ein langfristiger Zinssatz, die Auswirkungen der Ankaufprogramme und die effektive Zinsuntergrenze einbezogen werden konnten. Zudem wird die [RISE-Toolbox](#) für die Parameterschätzung und ein regimewechselnder Kalman-Filter verwendet. Dies ermöglicht die Extrahierung von Kovarianz-Matrizen unbeobachteter Zustände. Siehe hierzu J. Maih, [Efficient perturbation methods for solving regime-switching DSGE models](#), Working Paper der Norges Bank, Nr. 01/2015, 2015. Parameter- und Filterunsicherheiten werden als Unsicherheitsbänder von 95 % dargestellt. Sie werden anhand der Methoden für die statistische Inferenz mit dem Kalman-Filter berechnet. Eine Beschreibung findet sich in Kapitel 13.7 in: J. D. Hamilton, [Time Series Analysis](#), Princeton University Press, 1994. Da die direkte Berechnung der Maximum-Likelihood-Schätzung im vorliegenden Modellaufbau unpraktisch ist, wird der Modalwert der A-posteriori-Verteilung als Näherungswert herangezogen. Die Filterunsicherheit beruht auf der regimespezifischen Kovarianz-Matrix unbeobachteter Zustände des im Modell vorherrschenden Regimes. Die entsprechenden Merkmale sind eine geringe Volatilität der Produktionslücke und ein Leitzins, der der Taylor-Regel folgt. Die Berücksichtigung regimespezifischer Kovarianzen oder gemeinsamer Kovarianz-Matrizen über verschiedene Regime würde die Unsicherheitsbänder noch verbreitern.

Ein weiterer Unsicherheitsfaktor ergibt sich daraus, dass r^* eine nicht beobachtbare Variable ist, die aus beobachtbaren Daten abgeleitet werden muss. Dieser Vorgang wird als Filtern bezeichnet. Da der natürliche Zins r^* nicht direkt beobachtet werden kann, muss er aus Wirtschaftsdaten abgeleitet werden, die messbar sind. Dementsprechend ist die zusätzliche Filterunsicherheit mit dem Erhalt eines datenbasierten aussagekräftigen Signals verbunden. Wie bei der Parameterunsicherheit ist die Bandbreite auch bei der Filterunsicherheit zeitvariabel. In kumulierter Betrachtung können die Parameter- und die Filterunsicherheit

mehrere Prozentpunkte umfassen, sogar bei einem einzigen Modell (siehe Abbildung B, hellblauer Bereich).⁵

Durch unterschiedliche Datenstichproben und Revisionen zurückliegender Daten verstärken sich die Auswirkungen der Filterunsicherheit, was die In-Sample-Punktschätzungen von r^* ex post stark voneinander abweichen lässt und die Unsicherheit noch weiter erhöht. Modellspezifische Schätzungen von r^* können deutlich variieren, wenn Beobachtungen hinzugefügt oder zurückliegende Daten revidiert werden.⁶ In Abbildung C wird das beträchtliche Ausmaß dieser Sensitivität anhand des häufig herangezogenen Ansatzes von Holston, Laubach und Williams (2023) veranschaulicht. Mit der Zeit können Revisionen von zuvor geschätzten Werten aufgrund von Aktualisierungen bis zu 1 Prozentpunkt betragen. Zuletzt variierten die Punktschätzungen am Ende der Stichprobe von Quartal zu Quartal in jeweils ähnlichem Umfang.

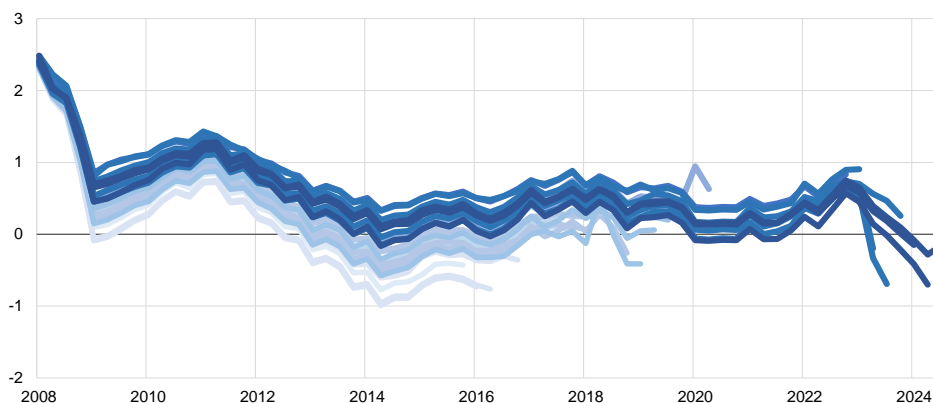
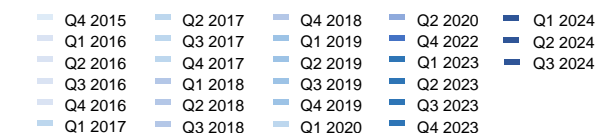
⁵ Ausschlaggebend für die breite Streuung sind unter anderem der relativ flache Verlauf der gesamtwirtschaftlichen Nachfragekurve und der Phillips-Kurve, die in semistrukturale Modelle zur Schätzung von r^* eingebettet sind. Die Streubreite ist dabei nicht spezifisch für das Modell von Brand und Mazelis. Im Vergleich dazu weisen die oben erwähnten HLW-Schätzungen für das dritte Quartal 2024 eine zusätzliche Schwierigkeit hinsichtlich der Beobachtbarkeit auf. Sie führt dazu, dass die kumulierte Bandbreite der Parameter- und Filterunsicherheit um eine Größenordnung größer ausfällt. Bei Unsicherheitsspannen von bis zu +/-10 Prozentpunkten ist unklar, ob die HLW-Schätzung jemals von 0 % oder einem anderen Zinsniveau abweicht, das im Stichprobenzeitraum verzeichnet wurde. Fiorentini et al. (2018) zeigen, dass ein flacher Verlauf der gesamtwirtschaftlichen Nachfragekurve und der Phillips-Kurve die Filterunsicherheit deutlich erhöht. Siehe G. Fiorentini, A. Galesi, G. Pérez-Quirós und E. Sentana, [The rise and fall of the natural interest rate](#), Working Papers der Banco de España, Nr. 1822, 2018.

⁶ Alle Schätzungen unbeobachteter Variablen unterliegen dem Problem der Datenrevisionen und unterschiedlichen Datenstände. Orphanides und van Norden (2002) weisen darauf hin, dass Echtzeitschätzungen der Produktionslücke aufgrund umfangreicher Datenrevisionen besonders unzuverlässig sind. Siehe A. Orphanides und S. van Norden, [The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 84, Nr. 4, 2002, S. 569-583.

Abbildung C

Datenstände von Punktschätzungen des realen natürlichen Zinssatzes für den Euroraum aus dem Modell von Holston, Laubach und Williams

(in % p. a.)



Quelle: Federal Reserve Bank of New York.

Anmerkung: Siehe 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. Die jüngste Schätzung, die für das dritte Quartal 2024 veröffentlicht wurde, ist auch am hinteren Ende des hellgelben Bereichs in Abbildung A dargestellt.

Aus den allgemeinen Bewegungen des natürlichen Zinssatzes im Zeitverlauf lassen sich trotz der damit einhergehenden Unsicherheit qualitative Einblicke in die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Trends gewinnen. Ungeachtet der

Unsicherheit, die mit der Schätzung von r^* verbunden ist, geben die Trends des natürlichen Zinssatzes Aufschluss über die Entwicklung von Ungleichgewichten zwischen Ersparnissen und Investitionen, die einen Inflations- oder Disinflationsdruck erzeugen können. Auch liefern sie Erkenntnisse darüber, inwieweit der kurzfristige Zinssatz durch die Zinsuntergrenze begrenzt werden könnte. Die anhaltend niedrigen Schätzungen von r^* im Zeitraum von 2015 bis 2022 (siehe Abbildung A) spiegeln beispielsweise die in dieser Phase vorherrschende beharrliche Schwäche der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und den daraus resultierenden geringen Inflationsdruck wider. Während die Schätzungen für die Nachpandemiezeit auf einen gewissen Anstieg von r^* hindeuten, liegen die aktuellen Schätzungen nach wie vor messbar unter denen, die vor der globalen Finanzkrise verzeichnet wurden. Dies lässt darauf schließen, dass im Falle hinreichend großer disinflationärer Schocks weiterhin Risiken in Bezug auf die Zinsuntergrenze bestehen.

Die inhärenten Unsicherheiten sowie konzeptionelle Mängel schränken den Nutzen ein, den die verfügbaren Schätzungen des natürlichen Zinssatzes für die Durchführung der Geldpolitik in Echtzeit haben. Aufgrund der diversen

Unsicherheitsfaktoren und der Fokussierung auf das Instrument der kurzfristigen Zinssätze (im Gegensatz zu den breiter gefassten Messgrößen der Finanzierungsbedingungen, die sich stärker auf die Ausgaben auswirken können) eignet sich r^* nur sehr bedingt als Indikator zur Unterstützung der geldpolitischen

Kalibrierung. Daher ist r^* schwerlich als Norm für Zinsentscheidungen bei geldpolitischen Sitzungen einsetzbar. In vielen verwendeten Modellen wird der Zinssatz r^* nicht so ausgelegt, dass er die Inflation im Einklang mit dem Zielwert stabilisiert, sondern dass er lediglich als Hinweisgeber für das Niveau dient, auf das sich die Zinsen längerfristig zubewegen. Als Funktion historischer Schocks sind solche Messgrößen des „Gleichgewichtszinses“ auch weitgehend vergangenheitsbezogen. Bis das Gleichgewichtsniveau den Erwartungen zufolge erreicht ist, könnte die Wirtschaft bereits weiteren Schocks ausgesetzt gewesen sein. Dies könnte zu Schwankungen des Gleichgewichtszinses führen und die Geldpolitik dazu veranlassen, diesen Schocks entgegenzuwirken. Zudem kann sich auch die Beziehung selbst ändern, die zwischen dem natürlichen Zins r^* (definiert anhand des geldpolitischen Instruments des kurzfristigen Zinssatzes) und der Gesamtwirtschaft besteht. Die Transmission der Geldpolitik ist nämlich von einer Vielzahl von Finanzierungsbedingungen abhängig – darunter die Kosten und die Verfügbarkeit von Bankkrediten sowie die Preise an verschiedenen Vermögensmärkten. Der Zusammenhang zwischen dem Instrument des kurzfristigen Zinssatzes und den weiter gefassten geldpolitischen Indikatoren ist zustandsabhängig und normalerweise nicht stabil. Diese konzeptionellen Mängel und Unsicherheiten gilt es, bei der Auslegung der Schätzungen von r^* unbedingt zu beachten.

Aufsätze

1 Ein wettbewerbsfähiges Europa – die Rolle der Institutionen und Argumente für Strukturreformen

Marinela-Daniela Filip, Daphne Momferatou und Susana Parraga Rodriguez

1 Einleitung

Das Thema Wettbewerbsfähigkeit hat wieder einen zentralen Platz in der europäischen Debatte eingenommen. Ein nachhaltiges, langfristiges Wirtschaftswachstum fördert Preisstabilität und vergrößert den Spielraum für die Geldpolitik.¹ Zu den schon lange bekannten Herausforderungen wie einem niedrigen Produktivitätswachstum, einer hohen Regulierungslast und einer ungünstigen demografischen Entwicklung kommen derzeit noch geopolitische Spannungen, eine Fragmentierung des Handels und voraussichtlich dauerhaft hohe Energiepreise hinzu. Die jüngsten Berichte von Mario Draghi und Enrico Letta unterstreichen diese Herausforderungen und mahnen rasche, konkrete Maßnahmen an, mit denen Europa wieder Boden gutmachen und sich gegenüber den internationalen Mitbewerbern weiter behaupten kann.^{2,3} Der neuen Europäischen Kommission ist es insbesondere daran gelegen, Reformen und Investitionen zu beschleunigen. Der Fokus liegt dabei vor allem auf Innovationen, Dekarbonisierung und strategischer Autonomie.⁴

Der Begriff der Wettbewerbsfähigkeit ist komplex und vielgestaltig und lässt sich auf unterschiedliche Weise definieren. Einerseits gibt es eine Reihe von Faktoren, die in Wechselwirkung mit der Wettbewerbsfähigkeit stehen und diese auch direkt beeinflussen. Andererseits besteht die einzige nachhaltige, langfristige Strategie zur Aufrechterhaltung einer hohen Wettbewerbsfähigkeit darin, für ein robustes Produktivitätswachstum zu sorgen. Dazu gehört letztlich auch ein hoher Lebensstandard für die Bürgerinnen und Bürger. Angesichts der gegenwärtigen geopolitischen Spannungen kann es Wettbewerbsfähigkeit aber nur im Zusammenspiel mit Resilienz geben. Darunter ist die Widerstandsfähigkeit gegen

¹ Siehe M. D. Filip, D. Momferatou und S. Parraga-Rodriguez, [Why a more competitive economy matters for monetary policy](#), Der EZB-Blog, 11. Februar 2025.

² Siehe M. Draghi, [The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe](#), Europäische Kommission, September 2024; E. Letta, [Much more than a market](#), April 2024.

³ Da Daten nur eingeschränkt verfügbar sind, zahlreiche Quellen auf jeweils unterschiedliche Teilgruppen von EU-Mitgliedstaaten Bezug nehmen und sich die Debatte um die Wettbewerbsfähigkeit nicht nur auf den Euroraum beschränkt, bezeichnet der Begriff „Europa“ im vorliegenden Aufsatz je nach Kontext den Euroraum, die EU oder Teilgruppen von EU-Ländern.

⁴ Mehrere Vorschläge Mario Draghis wurden in die politischen Leitlinien Ursula von der Leyens für die neue Europäische Kommission für den Zeitraum 2024-2029 aufgenommen. Diese wurden dem Europäischen Parlament im Juli 2024 vorgelegt, den designierten Kommissionsmitgliedern im September 2024 in den entsprechenden Mandatsschreiben übermittelt und in den vor Kurzem veröffentlichten [Kompass für die Wettbewerbsfähigkeit der EU](#) (Englisch) integriert.

und die Anpassungsfähigkeit an Schocks zu verstehen. Reduziert Europa die strategischen Abhängigkeiten vom Ausland, die zu Unsicherheit führen und Investitionen hemmen, stärkt es damit auch seine Wettbewerbsfähigkeit und wirtschaftliche Sicherheit.

Der vorliegende Aufsatz konzentriert sich auf die Rolle, die Institutionen bei der Steigerung des Produktivitätswachstums durch Investitionen, Innovationen und den ökologischen und digitalen Wandel einnehmen können. Ziel dieser Maßnahmen ist es, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft zu verbessern.

Der Aufsatz knüpft an frühere Beiträge des EZB-Wirtschaftsberichts an, in denen der Fokus auf der außenwirtschaftlichen Dimension sowie den möglichen Auswirkungen von Energiepreisschocks und Unternehmensinvestitionen auf die europäische Wettbewerbsfähigkeit lag.⁵ Ein nachhaltiges, langfristiges Wachstum sowie wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit und Resilienz werden durch einen günstigen institutionellen Rahmen und ergänzende physische Infrastrukturen getragen, die hohen Qualitätsansprüchen genügen. Die Erreichung des Ziels, nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu generieren, Wettbewerbsvorteile aufrechtzuerhalten und dabei auch den ökologischen Wandel voranzutreiben, hängt von wichtigen Faktoren ab. Dazu zählen das Produktivitätswachstum, die Unternehmensdynamik (d. h. die Geschwindigkeit, mit der Unternehmen in den Markt eintreten, wachsen und aus dem Markt ausscheiden), Investitionen, Innovationen und die Verbreitung digitaler Technologien. Das gesamtwirtschaftliche und geopolitische Umfeld, das auch die demografische Entwicklung und bestehende Handelsbeziehungen umfasst, wirkt sich ebenfalls auf Institutionen und Infrastrukturen aus und bestimmt die politischen Optionen und Prioritäten im weiteren Sinne.

Im Folgenden wird die Rolle beleuchtet, die die maßgeblichen Institutionen bei der Gewährleistung der Wettbewerbsfähigkeit im aktuellen gesamtwirtschaftlichen und geopolitischen Umfeld spielen.

Im nächsten Abschnitt wird kurz auf Messgrößen für die Produktivitätslücke eingegangen, die in Europa gegenüber anderen führenden Volkswirtschaften besteht; dabei wird diese mit Defiziten bei Unternehmensdynamik, Investitionen, Innovationen und der Verbreitung digitaler Technologien in Verbindung gebracht. Abschnitt 3 enthält eine eingehende Betrachtung der Rolle, die Institutionen bei der Unterstützung des übergreifenden Rahmens einnehmen. Dies zielt auf das Umfeld ab, in dem europäische Unternehmen agieren, wachsen und Innovationen hervorbringen. Zudem werden Bereiche mit Reformbedarf dargelegt. In Kasten 1 werden die ergänzenden physischen Infrastrukturen und Netzwerke genau untersucht und beschrieben. Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung und eine Forderung nach raschen, konkreten Strukturreformen und entsprechenden politischen Maßnahmen, welche die Wettbewerbsfähigkeit und Resilienz Europas steigern sollen.

⁵ Siehe EZB, [Die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums – zurückliegende und künftige Herausforderungen](#), Wirtschaftsbericht 6/2024; EZB, [Energieschocks, Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und mögliche Auswirkungen auf die künftige Wettbewerbsfähigkeit der EU](#), Wirtschaftsbericht 8/2024.

2 Produktivitätswachstum, Unternehmensdynamik, Investitionen und Innovationen

In mehreren Studien wurde nachgewiesen, dass das niedrige Produktivitätswachstum in Europa die größte Herausforderung für die Wettbewerbsfähigkeit darstellt. Dies hängt vor allem mit den Entwicklungen im Sektor der Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) zusammen.

In den vergangenen Jahrzehnten haben sich die Produktivitätszuwächse in vielen Industrieländern allmählich verlangsamt.⁶ Das in Europa gegenüber den Vereinigten Staaten geringere Produktivitätswachstum ist vor allem der niedrigeren Produktivität und wirtschaftlichen Gewichtung IKT-intensiver Branchen geschuldet. Aus Abbildung 1, Grafik a wird ersichtlich, dass der Euroraum bis 1995 seinen Produktivitätsrückstand gegenüber den USA aufgeholt hatte, sich die Lücke nachfolgend jedoch wieder vergrößerte. Die Produktivitätsunterschiede lassen sich damit erklären, dass sowohl die Kapitalintensivierung als auch die totale Faktorproduktivität (TFP) in geringerem Maße zum BIP-Wachstum je geleistete Arbeitsstunde beitrugen.⁷ Erkenntnisse darüber, inwieweit dies der Tatsache zuzurechnen ist, dass die IKT-Revolution in Europa weniger starke Auswirkungen hat als in den Vereinigten Staaten, lassen sich aus der Untersuchung der Abweichungen auf Sektorebene gewinnen. Gordon und Sayed haben die Entwicklungen in den USA und einer Gruppe von EU-Ländern anhand von Branchendaten analysiert.⁸ Für den Zeitraum 1995-2005 stellten sie fest, dass sich in Europa im Gegensatz zu den USA das Produktivitätswachstum verlangsamt hatte. Dies war auf mehrere Faktoren zurückzuführen, darunter unzureichende IKT-Investitionen, eine fehlende Nutzung der Effizienzvorteile der IKT und Leistungsdefizite in bestimmten Branchen wie IKT-Produktion, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, Groß- und Einzelhandel sowie Landwirtschaft.

⁶ Siehe Deutsche Bundesbank, [Zur Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Euroraum](#), Monatsbericht, Januar 2021.

⁷ Siehe EZB, [Key factors behind productivity trends in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 268, 2021.

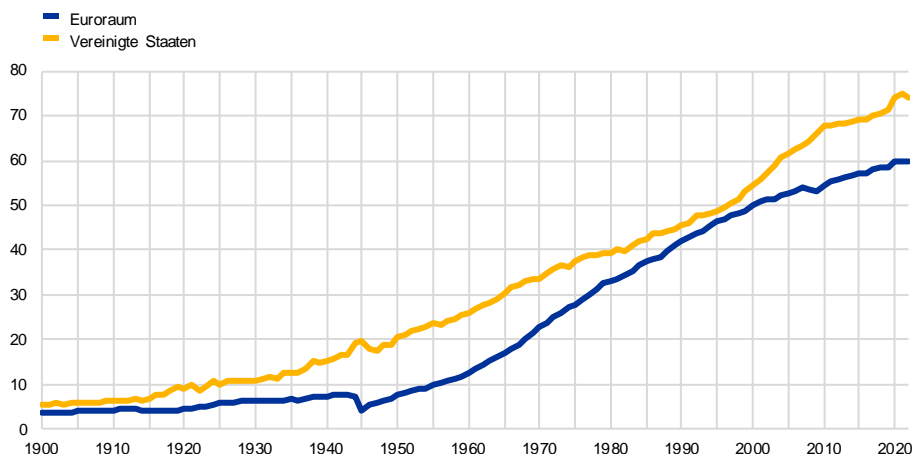
⁸ Siehe R. Gordon und H. Sayed, [Transatlantic technologies: The role of ICT in the evolution of U.S. and European productivity growth](#), International Productivity Monitor, Centre for the Study of Living Standards, Bd. 38, S. 50-80, Frühjahr 2020.

Abbildung 1

Arbeitsproduktivität und reale Investitionen nach Anlagekategorie

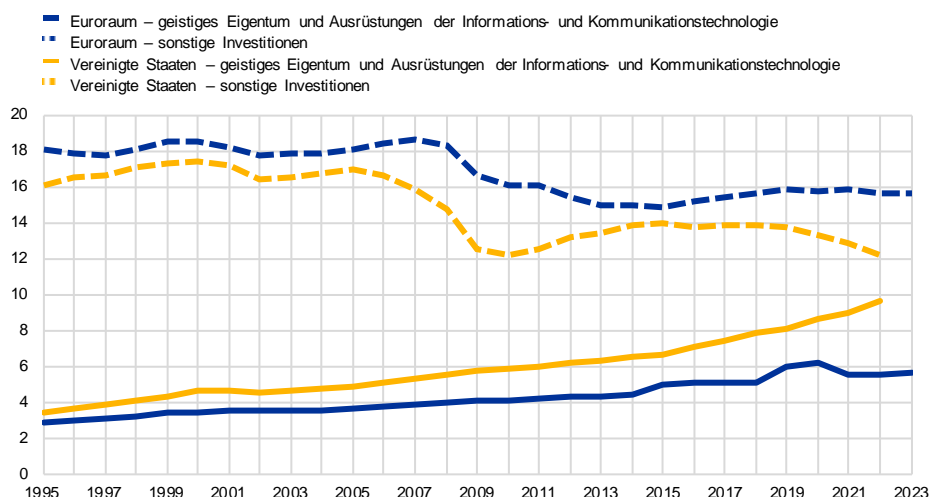
a) Arbeitsproduktivität

(in USD, Stand: 2010; Kaufkraftparitäten je Arbeitsstunde)



b) Reale Investitionen nach Anlagekategorie

(in % des realen BIP)



Quellen: Grafik a: A. Bergeaud, G. Cette und R. Lecat, [Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012](#), The Review of Income and Wealth, September 2016, Datenbank zur langfristigen Produktivität und EZB-Berechnungen; Grafik b: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: „Euroraum“ bezieht sich hier auf aggregierte Daten aus Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Finnland. Wie in der zuvor angeführten Publikation erläutert, erwirtschafteten diese sechs Länder im Jahr 2012 insgesamt 84 % des BIP des Euroraums; Grafik b: reale Bruttoanlageinvestitionen (Preise von 2015) nach Anlagekategorie, Daten bis 2023 für 20 Länder des Euroraums, Daten bis 2022 für die Vereinigten Staaten. Sonstige Investitionen umfassen Wohnbauten und Nichtwohnbauten, Ausrüstungen sowie militärische Waffensysteme (ohne Ausrüstungen der Informations- und Kommunikationstechnologie).

In Europa fällt die Unternehmensdynamik schwächer aus als in den

Vereinigten Staaten. Zwar ist die Unternehmensdynamik sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten bereits seit längerem rückläufig, doch gab es in den USA in den letzten Jahren relativ gesehen mehr Neugründungen und weniger Insolvenzen.⁹ In Europa ist das Durchschnittsalter der Unternehmen an der Technologiegrenze, d. h. der technologisch fortschrittlichsten und produktivsten

⁹ Siehe F. De Soyres, J. Garcia-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom und D. Moore, [Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#), FEDS Notes, Mai 2024.

Unternehmen der jeweiligen Branche, in den vergangenen Jahrzehnten deutlich gestiegen. Anfang der 2000er-Jahre waren die produktivsten Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes im Durchschnitt 14 Jahre alt, heute liegt dieser Wert bei über 20 Jahren.¹⁰ Das Wachstum der Arbeitsproduktivität nimmt mit zunehmendem Unternehmensalter tendenziell ab, was auf unzureichenden Wettbewerb und eine geringe Fluktuation im oberen Bereich der Produktivität in Europa hindeuten könnte. Tatsächlich besteht offenbar ein Zusammenhang zwischen dem Mangel an Wettbewerb durch neue innovative Unternehmen und dem Fortbestehen etablierter Unternehmen an der Technologiegrenze.¹¹

Der Abbau von Finanzierungsbeschränkungen würde die Entwicklung innovativer, junger und kleiner Unternehmen fördern. Verglichen mit ihren Pendanten in den Vereinigten Staaten weisen junge, wachstumsstarke Unternehmen in Europa einen kleineren ökonomischen Fußabdruck auf. Zu wenige dieser Firmen wachsen schnell und erreichen die Spitze.¹² Die Unternehmen sind im Vergleich zu ihren etablierten Mitbewerbern häufig von größeren Finanzierungsbeschränkungen betroffen. Grund hierfür ist, dass sich Investoren risikoavers verhalten, es an Vertrauen mangelt und die Unternehmen in hohem Maße von immateriellen Vermögenswerten abhängig sind, deren Einsatz als Sicherheiten sich schwieriger gestaltet.¹³ Auch in Regionen mit einer älteren Bevölkerung zeigt sich eine geringere Unternehmensdynamik (siehe auch Abschnitt 3).¹⁴ Insgesamt besteht in Europa mithin ein Ökosystem mit relativ kleinen, alternden Unternehmen, die im globalen Wettbewerb nicht bestehen können.¹⁵ Ein Teil der Lösung liegt in der weiteren Integration und Entwicklung der europäischen Kapitalmärkte; hierzu gehören auch Risikokapitalmärkte, an denen sich Unternehmen Wagniskapital beschaffen können. Kapitalmärkte ergänzen den Bankensektor und erweitern die Kapazitäten für die Risikoübernahme.¹⁶

Eine Steigerung der Investitionen insbesondere im immateriellen Bereich, beispielsweise in Forschung und Entwicklung und der Verbreitung digitaler Technologien, könnte die Produktivität in Europa ankurbeln. Wie aus Abbildung 1, Grafik b ersichtlich, investiert der Euroraum einen geringeren Anteil seines BIP in IKT-Ausrüstungen und geistiges Eigentum als die Vereinigten Staaten. In den letzten Jahren hat sich der Abstand noch vergrößert.¹⁷ Darüber hinaus konzentriert sich Europa eher auf marginale Verbesserungen bereits ausgereifter

¹⁰ Siehe hierzu Fußnote 6.

¹¹ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Entwicklung der Unternehmensproduktivität im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 1/2022.

¹² Siehe auch IWF, [Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies](#), Regional Economic Outlook, Oktober 2024.

¹³ Siehe J. Farre-Mensa und A. Ljungqvist, [Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?](#), The Review of Financial Studies, Bd. 29, Ausgabe 2, S. 271-308, 2016.

¹⁴ Siehe F. Daniele, T. Honiden und A. Lembcke, [Ageing and productivity growth in OECD regions: Combatting the economic impact of ageing through productivity growth?](#), Regional Development Working Papers der OECD, August 2019.

¹⁵ Siehe EZB, [Bridging the gap: reviving the euro area's productivity growth through innovation, investment and integration](#), Grundsatzrede von Luis de Guindos, Vizepräsident der EZB, auf der von der Latvijas Banka und SUERF organisierten Economic Conference 2024, Riga, 2. Oktober 2024.

¹⁶ Siehe A. Arampatzi et al., Capital markets union: a deep dive, [Occasional Paper Series](#) der EZB (im Erscheinen).

¹⁷ Zu ähnlichen Ergebnissen für die EU siehe D. Gros et al., [What investment gap? Quality instead of quantity](#), Institute for European Policymaking, Universität Bocconi, 2024.

Technologien als auf bahnbrechende Innovationen und steckt damit in der „Mid-Tech-Falle“.¹⁸ Im Hinblick auf die Anwendung digitaler Technologien belegen aktuelle Analysen auf Unternehmensebene für den Euroraum, dass die Einführung digitaler Technologien die Produktivität der Unternehmen mittelfristig steigern könnte. Die Auswirkungen der Digitalisierung sind jedoch je nach Unternehmen und Branche unterschiedlich, und nicht alle digitalen Technologien führen zu signifikanten Produktivitätszuwächsen. Die positiven Effekte der Digitalisierung auf die Produktivität ließen sich beispielsweise durch effizientere und effektivere Institutionen und Verwaltungsstrukturen und zusätzliche Kompetenzen verstärken.¹⁹ Gleichzeitig kann sich aus einer umfassenderen Skalierung europäischer Unternehmen Potenzial entfalten, um ihre Digitalisierung voranzutreiben.²⁰

Zwar liegt die EU bei den Ausgaben für Forschung und Entwicklung zurück, doch sind die Aktivitäten im Bereich klimafreundlicher Innovationen nach wie vor mit denen anderer wichtiger Regionen vergleichbar. In der EU lagen die Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den letzten zehn Jahren bei rund 2 % des BIP. Dieser Anteil ist deutlich niedriger als in den Vereinigten Staaten und in Japan; zuletzt ist der Anteil – vor allem im privaten Sektor – auch unter den Wert Chinas gesunken (siehe Abbildung 2, Grafik a).²¹ Positiv anzumerken ist, dass die klimafreundlichen Innovationen der EU (gemessen an den internationalen Patentfamilien) bis dato mit denen anderer Länder wie Japan und den USA vergleichbar sind. China hat hier jedoch rasch aufgeholt und andere wichtige Regionen im Jahr 2021 übertroffen (siehe Abbildung 2, Grafik b).²² Will Europa seine große Bedeutung bei Cleantech-Innovationen beibehalten, muss der Fokus auf der Patentierung und Skalierung liegen. Überdies muss die regulatorische Fragmentierung beseitigt werden, um die Vorteile des Binnenmarkts voll ausschöpfen zu können.

¹⁸ Siehe C. Fuest, D. Gros, P.-L. Mengel, G. Presidente und J. Tirole, [EU Innovation policy. How to escape the middle technology trap](#), Bericht der European Policy Analysis Group, 2024.

¹⁹ Siehe B. Anghel et al., [Digitalisation and productivity](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 339, 2024.

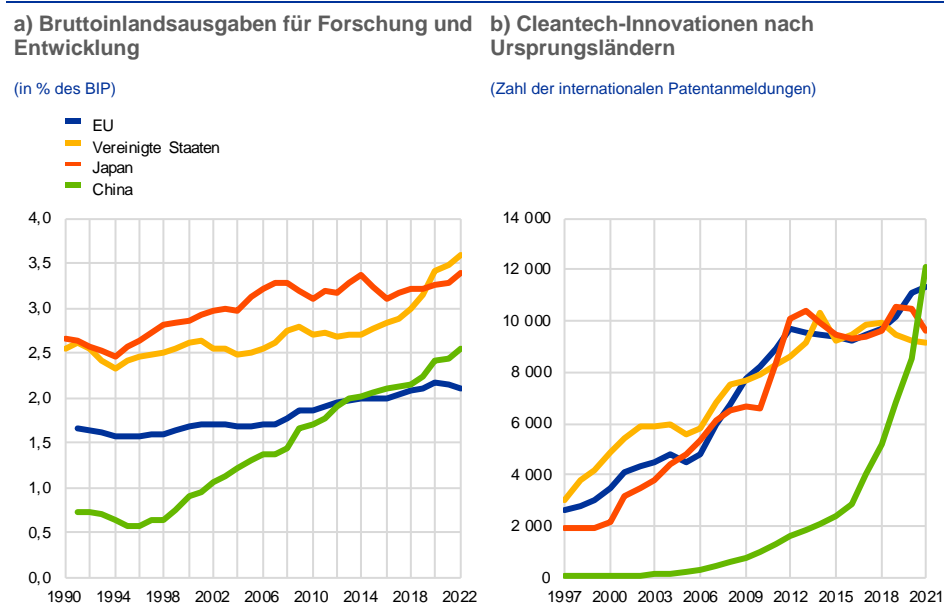
²⁰ Siehe EZB, [Kurz- und langfristige Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2024.

²¹ Mit 1,2 % des BIP wenden die Unternehmen in der EU im Vergleich zu ihren Pendanten in den USA (2,3 % des BIP) nur etwa halb so viel für Forschung und Entwicklung auf. Siehe auch C. Fuest, D. Gros, P.-L. Mengel, G. Presidente und J. Tirole, a. a. O.

²² Siehe C. Nerlich et al., [Investing in Europe's green future](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 367, 2025.

Abbildung 2

Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie Cleantech-Innovationen



Quellen: Grafik a: OECD; Grafik b: Europäisches Patentamt.

Anmerkung: Grafik b: Innovationen gemessen an internationalen Patentfamilien. In dieser Kategorie werden Gruppen von Patentanmeldungen zum Schutz einer Erfindung in mehreren Ländern erfasst.

3 Institutionen

Institutionen sind für die Förderung eines dynamischen Geschäftsumfelds, von Investitionen und Innovationen und damit der Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit von entscheidender Bedeutung. Im weitesten Sinne

umfassen Institutionen die formellen und informellen Regeln, Normen und Organisationen, die den Rahmen für soziale, politische und wirtschaftliche Interaktionen bilden. Untersuchungen der Wirtschaftsnobelpreisträger von 2024, Acemoglu, Johnson und Robinson, unterstreichen die Bedeutung inklusiver Institutionen, die einen breiten Zugang zu wirtschaftlichen Chancen bieten und den Einzelnen vor Machtmissbrauch schützen.²³ Institutionen, die beispielsweise über das Bildungssystem den Aufbau von Humankapital unterstützen, gewährleisten nicht nur die Rechtsstaatlichkeit und dämpfen Korruption ein. Sie steigern auch maßgeblich die Wettbewerbsfähigkeit. Gut funktionierende Institutionen in diesen Bereichen sorgen auch für qualifizierte Arbeitskräfte – ein unverzichtbarer Faktor für Produktivitätswachstum und Innovation.²⁴

²³ Siehe D. Acemoglu, S. Johnson und J. A. Robinson, [The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation](#), American Economic Review, Bd. 91, Nr. 5, S. 1369-1401, Dezember 2001.

²⁴ Siehe E. L. Glaeser, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes und A. Shleifer, [Do institutions cause growth?](#), Journal of Economic Growth, Bd. 9, Nr. 3, S. 271-303, September 2004.

Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen

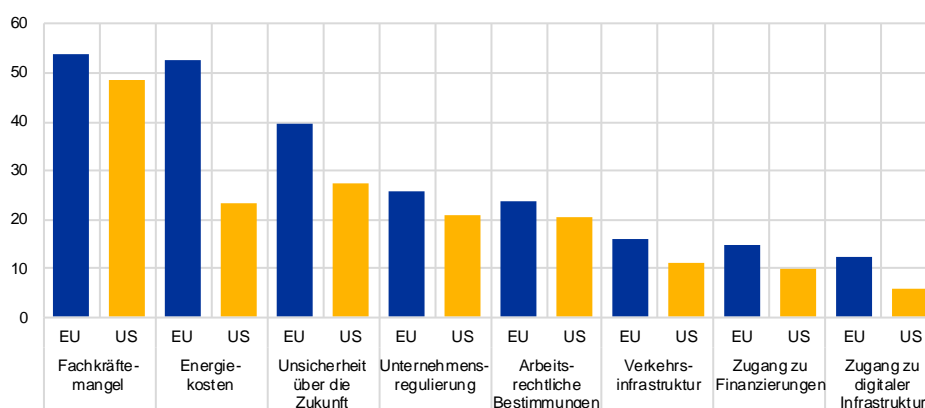
Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen beeinflussen das Geschäftsumfeld und die Investitionsentscheidungen der Unternehmen erheblich.

Zwar sollen Gesetze und Vorschriften vor allem dem Schutz der menschlichen Gesundheit und der Umwelt dienen, doch können sie auch unbeabsichtigte Auswirkungen auf Wirtschaft und Gesellschaft haben. Komplexe Planungs- und Genehmigungsverfahren können ein erhebliches Investitionshindernis darstellen. Dies gilt insbesondere für kleine Unternehmen und im Zusammenhang mit dem digitalen und ökologischen Wandel. Vorschriften, die den Zugang von Unternehmen zu Produkt- und Dienstleistungsmärkten oder die Nutzung bestimmter Technologien bzw. Daten beschränken, können die Einführung neuer Technologien behindern. Dies liegt daran, dass sie die Kosten für neue Hochtechnologieunternehmen erhöhen, dadurch den Wettbewerb beeinträchtigen und den Technologietransfer einschränken.

Abbildung 3

Langfristige Investitionshemmnisse – 2023

(prozentualer Anteil der Unternehmen, die unterschiedliche Kategorien als erhebliches Investitionshemmnis angeben)



Quelle: Investitionsumfrage der EIB.

Die Komplexität und Unterschiedlichkeit der Vorschriften in den EU-Mitgliedstaaten schafft Markteintrittsbarrieren und erhöht die Compliance-Kosten für Unternehmen. Dadurch erscheint Europa gegenüber Ländern mit stärker harmonisierten regulatorischen Rahmenbedingungen wie den USA als weniger attraktiv.

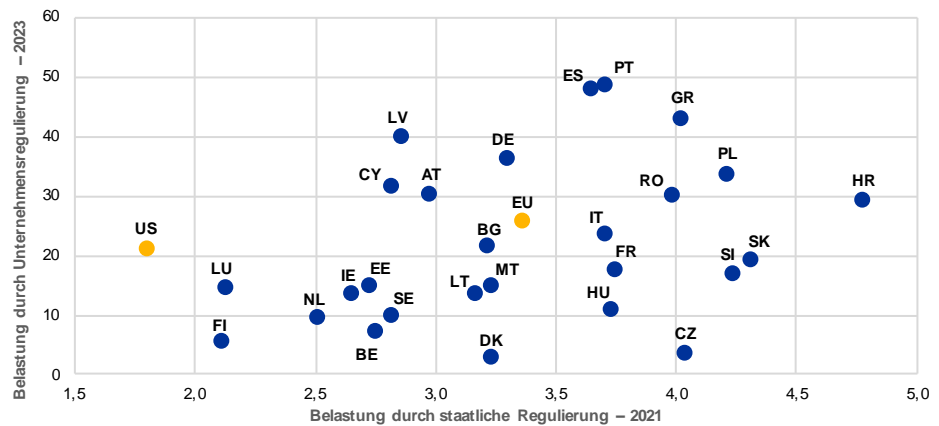
In der Investitionsumfrage der Europäischen Investitionsbank (EIB) wurden langfristige Barrieren für die Investitionsentscheidungen von Unternehmen ermittelt (siehe Abbildung 3). In Europa berichten mehr Unternehmen von erheblichen langfristigen Investitionshemmnissen als in den Vereinigten Staaten. Während der Fachkräftemangel sowohl in der EU als auch in den USA als größtes Hindernis genannt wird, führen etwa doppelt so viele europäische Firmen hohe Energiekosten, Schwierigkeiten beim Zugang zu Finanzierungen und Defizite bei der Verkehrs- und der digitalen Infrastruktur als Problem an (siehe auch Kasten 1). Ebenso geben mehr Unternehmen in der EU an, dass die Unternehmens- wie auch die Arbeitsmarktregulierung ein großes Investitionshemmnis darstellen. Auf den ersten

Blick erscheint der Unterschied zwar nicht sehr groß, doch verbergen sich hinter dem EU-Durchschnitt ausgeprägte Divergenzen zwischen den einzelnen EU-Ländern (siehe Abbildung 4, Grafik a). Ein ähnlich uneinheitliches Bild zeigt sich bei Restrukturierungsprozessen von Unternehmen; diese gilt es zu vereinfachen, zu verkürzen und stärker zu harmonisieren. Im Jahr 2019 beanspruchte der Abschluss von Insolvenzverfahren in der EU mit rund zwei Jahren im Schnitt doppelt so viel Zeit wie in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 4, Grafik b).

Abbildung 4
Regulierungslast und Zeit bis zum Abschluss von Insolvenzverfahren

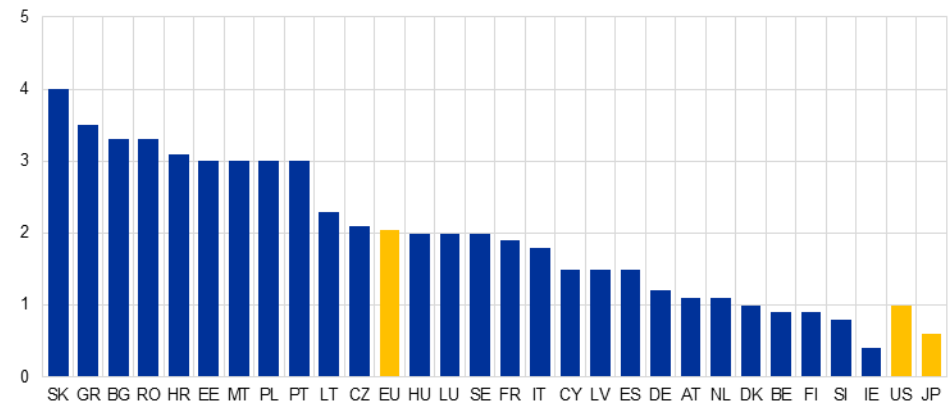
a) Regulierungslast

(x-Achse: Bewertung; y-Achse: Anteil der Unternehmen in %)



b) Zeit bis zum Abschluss von Insolvenzverfahren

(Anzahl der Jahre – 2019)



Quellen: Grafik a: Weltwirtschaftsforum (x-Achse) und Umfrage der EIB-Gruppe zur Investitionstätigkeit (y-Achse); Grafik b: Weltbank. Anmerkung: Grafik a: Höhere Werte entsprechen einem höheren Regulierungsgrad. Die auf der x-Achse abgetragenen Daten basieren auf den Antworten auf die Frage „Wie einfach ist es in Ihrem Land für Unternehmen, regulatorische und administrative Anforderungen (z. B. Genehmigungsverfahren, Berichtswesen, Gesetze) zu erfüllen? (1 = extrem einfach; 7 = übermäßig komplex)“ für das Jahr 2021. Die Werte auf der y-Achse basieren auf den Antworten auf die Frage „Wenn Sie an Ihre Investitionstätigkeit in [Name des Landes] denken, inwieweit stellt die Unternehmensregulierung ein großes Hindernis dar?“ für das Jahr 2023. Grafik b: Der Zeitraum bis zum Abschluss von Insolvenzverfahren entspricht der Anzahl der Jahre vom Zeitpunkt der gerichtlichen Insolvenzanmeldung bis zur Liquidation der Insolvenzmasse. Für die EU wurde der ungewichtete Durchschnitt angesetzt.

In den Vereinigten Staaten gilt das regulatorische Umfeld weithin als unternehmensfreundlicher. Dabei liegt der Fokus generell stärker auf der Minimierung bürokratischer Hürden, um Innovationen und Investitionen zu fördern. Beispielsweise verfolgen die Vereinigten Staaten einen flexibleren Ansatz

bei Umweltschutzvorschriften und verfügen im Vergleich zur Datenschutz-Grundverordnung der EU über weniger strenge Datenschutzregelungen. Dadurch fällt es Unternehmen möglicherweise leichter, ihre Geschäftstätigkeit auszuüben und in neue Technologien und ökologische Initiativen zu investieren. Dem Bericht „Doing Business 2020“ der Weltbank zufolge unterscheidet sich die durchschnittliche Dauer einer Unternehmensgründung in Europa erheblich von Land zu Land, wobei der Gründungsprozess in vielen Ländern wesentlich mehr Zeit in Anspruch nimmt als in den USA – ein eindeutiger Hinweis auf die in der EU weniger effizienten, fragmentierten Regulierungsprozesse.²⁵ Laut Schätzung des IWF entsprechen die Handelskosten in Europa insgesamt einem beträchtlichen Wertzoll von 44 % für das durchschnittliche verarbeitende Gewerbe (verglichen mit 15 % zwischen den US-Bundesstaaten) und sogar bis zu 110 % für Dienstleistungen.²⁶ Diese hohen Kosten in Europa resultieren größtenteils aus regulatorischen Eintrittsbarrieren, die vor allem für Dienstleistungen nach wie vor besonders hoch sind.

Auch die jüngsten Berichte von Enrico Letta und Mario Draghi verweisen auf die regulatorische Belastung und Fragmentierung, die die Fähigkeit der EU-Unternehmen zur Skalierung ihres Geschäfts und zum internationalen Wettbewerb einschränken. Daher ist es von zentraler Bedeutung, dass der Binnenmarkt vollendet und die Vorschriften für Unternehmen so weit wie erforderlich gestrafft und harmonisiert werden. Es gibt verschiedene Vorschläge diesbezüglich – beispielsweise einen neuen Unternehmenskodex als 28. Regime für innovative Unternehmen in Europa einzuführen (mit einem harmonisierten, begrenzten Regelwerk, auf dessen Basis innovative Unternehmen in der gesamten EU rasch expandieren könnten) und Schritte zur Harmonisierung des Insolvenzrechts der einzelnen Mitgliedstaaten zu unternehmen.²⁷ Auch die Untersuchung besser geeigneter und stärker harmonisierter Verfahren für Cleantech-Anwendungen könnte eine Option sein. Ein erster Schritt in diese Richtung ist das im Jahr 2023 eingeführte Einheitspatentsystem. Damit kann mit einer einzigen Anmeldung beim Europäischen Patentamt Patentschutz in 17 EU-Mitgliedstaaten gewährt werden.

Vertiefte Kapitalmärkte und eine stärkere Finanzmarktintegration sind unerlässlich, um langfristige Investitionshemmnisse beim Zugang zu Finanzierungen zu beseitigen. Dies könnte dazu beitragen, einen einheitlichen und damit tiefen und liquiden Kapitalmarkt zu schaffen, der Unternehmen Zugang zu einer Vielzahl von Finanzierungsquellen (auch Wagniskapital) ermöglicht. Dank eines einfacheren Zugangs zu Risikokapital könnten Unternehmen ihre Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und Forschung und Entwicklung – darunter auch bahnbrechende Innovationen – deutlich steigern, während zugleich die Finanzierung des ökologischen und digitalen Wandels gefördert würde. Im Rahmen des

²⁵ Dem von der Weltbank veröffentlichten Bericht [Doing Business 2020](#) zufolge dauert die Gründung eines Unternehmens in den USA ebenso wie in Griechenland und Frankreich vier Tage. In Deutschland werden acht, in Italien elf und in Spanien 12,5 Tage benötigt. Inzwischen wurde der Doing-Business-Bericht vom [B-Ready](#)-Bericht abgelöst. In dessen erster Ausgabe (2024) waren jedoch weder eine große Zahl an EU-Ländern noch die Vereinigten Staaten enthalten. Der Umfang der Analyse soll in den nächsten zwei Jahren schrittweise erweitert werden.

²⁶ Siehe IWF, *Regional Economic Outlook for Europe*, Oktober 2024.

²⁷ Siehe M. Draghi, a. a. O., und E. Letta, a. a. O.

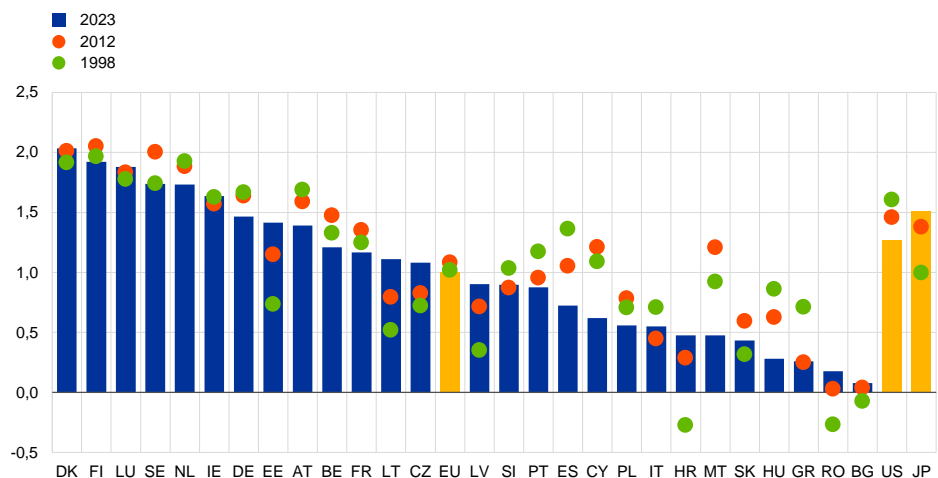
vorliegenden Aufsatzes ist es nicht möglich, diese Themen im Detail zu erörtern. Sie werden aber in anderen Publikationen der EZB ausführlich beleuchtet.²⁸

Regierungsführung und Verwaltungskapazitäten

Eine hohe institutionelle Qualität, die sich in einer gut funktionierenden öffentlichen Verwaltung, einer wirksamen Rechtsdurchsetzung und in hoher Transparenz widerspiegelt, ist die Voraussetzung für eine erfolgreiche Gestaltung und Umsetzung einer soliden Wirtschaftspolitik. Besonders verbesserungsbedürftige Bereiche lassen sich unter anderem durch einen Blick auf die von der Weltbank veröffentlichten Worldwide Governance Indicators ermitteln. Dieser Datensatz stellt zusammenfassend dar, wie Unternehmen, Bürgerinnen und Bürger und Fachleute die Qualität der Regierungsführung (Governance) beurteilen. Für rund die Hälfte der EU-Länder hat sich die jeweilige Gesamtbewertung bei den Worldwide Governance Indicators in den letzten zehn Jahren verschlechtert. Im Durchschnitt liegt die Qualität der EU-Institutionen gegenwärtig unter jener der Institutionen in den Vereinigten Staaten und Japan (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5
Worldwide Governance Indicators

(Bewertungsskala von -2,5 bis 2,5)



Quelle: Weltbank.

Anmerkung: Die Bewertungen spiegeln den Durchschnitt der vier messbaren Governance-Indikatoren wider: Rechtsstaatlichkeit, Regulierungsqualität, Wirksamkeit des Regierungshandelns und Korruptionskontrolle. Je höher der Wert, desto besser die Regierungsführung (Governance). Ein Wert von 2,5 bedeutet, dass das betreffende Land in allen vier Teilkategorien weltweit an der Spitze liegt. Für die EU wird der ungewichtete Durchschnitt dargestellt.

Auch die Verwaltungskapazitäten sind Teil der Regierungsführung. Sie sind dabei ein besonders wichtiger Faktor, wenn es um die Förderung von Investitionen beim ökologischen und digitalen Wandel geht. Die Europäische Kommission hat erkannt, wie wichtig ein robuster administrativer Rahmen ist, um den Wandel voranzutreiben. Der europäische Grüne Deal und der Digitale Kompass 2030 heben die Notwendigkeit hervor, mittels belastbarer Verwaltungssysteme eine effiziente Allokation von Finanzmitteln und die Einhaltung

²⁸ Siehe A. Arampatzi et al., a. a. O., und C. Nerlich et al., a. a. O.

strenger Umweltschutz- und Technologiestandards in Projekten zu gewährleisten.²⁹ Die jüngsten Erfahrungen mit der Aufbau- und Resilienzfähigkeit haben ebenfalls gezeigt, dass beschränkte Verwaltungskapazitäten die rechtzeitige und wirksame Inanspruchnahme und Verwendung der Mittel behindern; zum Teil war dies dem komplexen Berichts- und Kontrollsystem der Fähigkeit geschuldet.³⁰ Gut ausgebaute Verwaltungskapazitäten können Antrags-, Genehmigungs- und Prüfungsverfahren straffen und so Verzögerungen und Unsicherheiten verringern, die Investitionen häufig hemmen.

Bildung und Weiterbildung bzw. Umschulung zur Kompensation der negativen demografischen Entwicklung

Bildungssysteme sind für die Stärkung des Humankapitals und die Förderung von Innovationen von entscheidender Bedeutung. Um technologischen Wandel und Innovationen zu ermöglichen und die damit verbundenen Chancen zu nutzen, sind qualitativ hochwertige Bildungs- und Ausbildungssysteme sowie wirksame Weiterbildungs- und Umschulungsprogramme entscheidend. Die jüngsten Ergebnisse der PISA-Studie unterstreichen, dass in Europa im Bereich Bildung weiterhin erheblicher Verbesserungsbedarf besteht (siehe Abbildung 6). Den PISA-Ergebnissen für 2022 zufolge schneiden mehrere europäische Länder, darunter Estland, Irland und Finnland, in den Bereichen Naturwissenschaften, Mathematik und Lesen in der Durchschnittsbetrachtung gut ab. Gegenüber 2018 haben sich die Werte in den meisten EU-Ländern indes deutlich verschlechtert. Diese Entwicklung lässt sich nur zum Teil auf die Covid-19-Pandemie zurückführen, denn der Abwärtstrend hatte bereits zuvor eingesetzt.³¹ Innerhalb der EU bestehen nach wie vor erhebliche Qualitätsunterschiede in der Bildung, und die EU liegt weiterhin hinter den Vereinigten Staaten und Japan zurück.

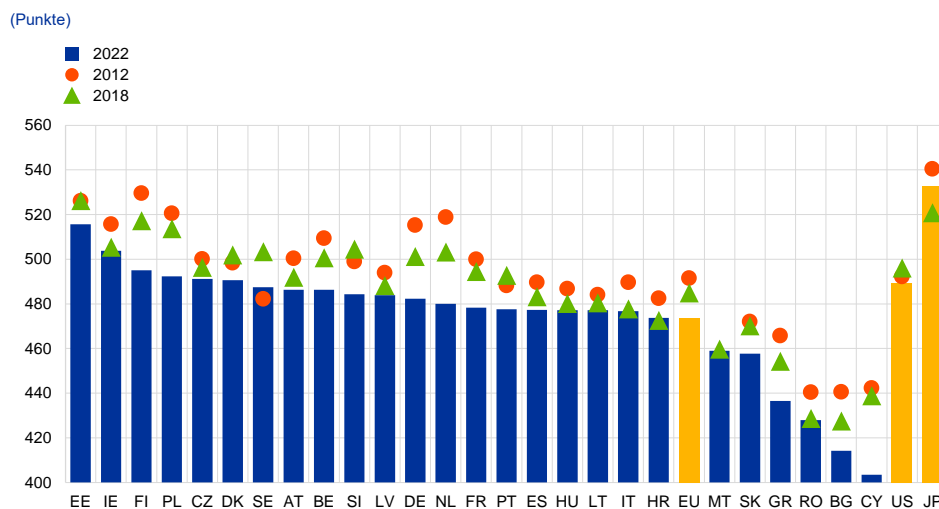
²⁹ Siehe Europäische Kommission, [Enhancing the European Administrative Space \(ComPact\)](#), 2023.

³⁰ Siehe K. Bańkowski et al., [Four years into the NextGenerationEU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 362, 2024; Europäische Kommission, [Mid-term evaluation of the Recovery and Resilience Facility \(RRF\)](#), 2024; Europäischer Rechnungshof, [Sonderbericht – Ausschöpfung der Mittel aus der Aufbau- und Resilienzfähigkeit](#), 2024.

³¹ Siehe OECD, [PISA 2022 Results \(Volume I\): The state of learning and equity in education](#), Dezember 2023.

Abbildung 6

Ergebnisse der PISA-Studie der OECD



Quelle: OECD.

Anmerkung: Die PISA-Studie bewertet, inwieweit 15-Jährige ihre Kenntnisse und Fähigkeiten in den Bereichen Lesen, Mathematik und Naturwissenschaften zur Lösung praktischer Aufgaben einsetzen können. Für die EU wird der ungewichtete Durchschnitt aller Mitgliedstaaten ohne Luxemburg dargestellt. Für das Jahr 2012 fehlen die Daten zu Malta, und für das Jahr 2018 fehlen die Ergebnisse im Bereich Lesekompetenz zu Spanien.

Neben den Bildungssystemen kommt es entscheidend auf Weiterbildung und Umschulung an, um sich an die raschen Veränderungen der Arbeitsmarktanforderungen anpassen zu können, die durch den digitalen und ökologischen Wandel entstehen.

Die Europäische Kompetenzagenda für nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit, soziale Gerechtigkeit und Resilienz unterstreicht, wie wichtig lebenslanges Lernen und eine kontinuierliche Kompetenzentwicklung sind.³² Die Agenda soll den Arbeitskräften einschließlich jener der Führungsebene dabei helfen, die erforderlichen Qualifikationen zu erwerben, um in den neu entstehenden Branchen erfolgreich zu sein.³³ Des Weiteren stellt die Agenda darauf ab, die Ziele der EU für den digitalen und ökologischen Wandel zu unterstützen. Europa muss sich stärker auf Bildung und die Entwicklung von Kompetenzen fokussieren, um den gegenüber den Vereinigten Staaten bestehenden Rückstand bei technologischen Innovationen und der Verbreitung neuer Technologien aufzuholen. Wie in Abschnitt 3 erwähnt, ist die mangelnde Verfügbarkeit qualifizierter Arbeitskräfte auch langfristig ein wesentliches Hemmnis für Unternehmensinvestitionen in Europa. Das Europäische Zentrum für die Förderung der Berufsbildung (Cedefop) betont die Bedeutung der Erfassung von Daten zu vorhandenen Qualifikationen und der Arbeitskräfteplanung. Um eine technologisch fortschrittlichere, umweltfreundlichere und gerechtere Zukunft zu schaffen, braucht Europa ganzheitlichere und vorausschauende Strategien zur Beseitigung des Fachkräftemangels und der Diskrepanz zwischen nachgefragten und angebotenen Qualifikationen.³⁴ Der Letta-Bericht hebt gleichfalls die Bedeutung passender

³² Siehe Europäische Kommission, [Europäische Kompetenzagenda für nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit, soziale Gerechtigkeit und Resilienz](#), Pressemitteilung, 1. Juli 2020.

³³ Siehe N. Bloom et al., [Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle](#), *American Economic Review*, Nr. 102(1), S. 167-201, 2012.

³⁴ Siehe Cedefop, [Skills in transition - The way to 2035](#), Luxemburg, 2023.

Qualifikationen für die Bewältigung der Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit hervor. Dazu gehören auch die Vereinfachung von Studienabschlüssen und deren Anerkennung in ganz Europa.

Die negative demografische Entwicklung stellt sowohl quantitativ als auch qualitativ eine Herausforderung für das Arbeitsangebot in Europa dar. Der Zusammenhang mit dem Produktivitätswachstum ist jedoch mit größerer Unsicherheit behaftet. In den kommenden Jahren wird der Anteil älterer Menschen an der Erwerbsbevölkerung zunehmen. Ihr Ausscheiden aus dem Erwerbsleben wird zwar zu einer Verringerung des Arbeitsangebots und zum Wegfall bestimmter Kompetenzen führen, doch lässt sich nicht schlüssig belegen, dass eine höhere formale Bildung der jüngeren Jahrgänge zu Produktivitätszuwächsen führt.³⁵ Acemoglu und Restrepo³⁶ zeigen, dass höhere Investitionen – z. B. in den verstärkten Einsatz von Robotern und anderen Automatisierungstechnologien – die negative Korrelation zwischen Alter und Produktivität verringern oder sogar umkehren könnten. Allerdings verfügen ältere Arbeitskräfte nicht immer über die Kenntnisse, die in einem sich rasch ändernden Arbeitsumfeld mit stets neuen Technologien benötigt werden.

Zugewanderte Personen sind ein bedeutender Teil der europäischen Erwerbsbevölkerung und können dazu beitragen, das Arbeitsangebot und die Produktivität zu steigern – insbesondere angesichts der alternden Bevölkerung.³⁷ Studien zeigen, dass sich die Zuwanderung positiv auf Produktivität und langfristiges Wirtschaftswachstum auswirken kann.³⁸ So trug sie in Europa in den vergangenen Jahren angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage dazu bei, den Arbeitskräftemangel zu lindern und das Lohnwachstum in Grenzen zu halten. Dies gilt insbesondere für das Gastgewerbe, Unterstützungsleistungen und die Baubranche, denn dort sind die Eintrittsbarrieren bezüglich Qualifikationen oder Sprachkenntnissen geringer.³⁹ Überdies könnte es aber auch helfen, den bei Zugewanderten im Vergleich zu Personen mit ständigem Wohnsitz und Staatsangehörigen des jeweiligen Landes bestehenden hohen Grad an Überqualifikation und Diskrepanzen zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage zu beseitigen, um dadurch dem Mangel an (qualifizierten) Arbeitskräften zu

³⁵ Einige Studien kommen zu dem Ergebnis, dass sich der steigende Anteil älterer Arbeitskräfte negativ auf die durchschnittliche Produktivität in Europa auswirkt. In anderen Untersuchungen finden sich für die Vereinigten Staaten kaum Hinweise auf eine solche negative Korrelation. Siehe S. Aiyar, C. Ebeke und X. Shao, [The Impact of Workforce Aging on European Productivity](#), Working Paper des IWF, Nr. 16/238, 2016; J. Feyrer, [Demographics and Productivity](#), Review of Economics and Statistics, Bd. 89(1), S. 100-109, 2007.

³⁶ Siehe D. Acemoglu und P. Restrepo, [Demographics and automation](#), Working Paper des NBER, Nr. 24421, 2018.

³⁷ Siehe beispielsweise S. Aiyar et al., [The Refugee Surge in Europe: Economic Challenges](#), Staff Discussion Notes des IWF, Nr. 16/02, 2016; C. Mitaritonna, G. Orefice und G. Peri, [Immigrants and Firms' Outcomes: Evidence from France](#), Working Paper des NBER, Nr. 22852, 2016.

³⁸ Siehe P. Engler, M. MacDonald, R. Piazza und G. Sher, [The macroeconomic effects of large immigration waves](#), Working Paper des IWF, Nr. 23/259, 2023; F. Caselli, H. Lin, F. Toscani und J. Yao, [Migration into the EU: Stocktaking of Recent Developments and Macroeconomic Implications](#), Working Paper des IWF, Nr. 24/211, 2024.

³⁹ Siehe F. D'Amuri und G. Peri, [Immigration, jobs, and employment protection: evidence from Europe before and during the great recession](#), Journal of the European Economic Association, Bd. 12, Nr. 2, S. 432-464, 2014.

begegnen und die Arbeitsproduktivität zu steigern.⁴⁰ Das in einigen Ländern niedrigere Bildungsniveau von jungen Zugewanderten der zweiten Generation verdeutlicht ferner die mit einer erfolgreichen Einwanderungs- bzw. Integrationspolitik verbundenen Herausforderungen.

Kasten 1

Physische und digitale Infrastruktur in Europa

Die physische und digitale Infrastruktur ergänzt die immateriellen Werte, um die herum sich die Gesellschaft organisiert. Hochwertige Infrastrukturen unterstützen eine gut vernetzte Wirtschaft, indem sie den effizienten Verkehr von Waren, Dienstleistungen und Personen ermöglichen.⁴¹ Ausreichende und gut gewartete physische und digitale Infrastrukturen und Netze ermöglichen Größenvorteile und senken die Produktionskosten. Für das Wirtschaftswachstum und damit die Wettbewerbsfähigkeit sind Verkehrs-, Telekommunikations- und Energienetze besonders relevant.⁴² Allerdings müssen die europäischen Länder in erheblichem Umfang in die Modernisierung der physischen und digitalen Infrastruktur investieren.

Angesichts der geografischen Lage Europas sind Infrastrukturen des Landverkehrs wie Straßen- und Eisenbahnnetze für eine nahtlose Integration der Regionen und den reibungslosen Handel von entscheidender Bedeutung. **Abbildung A** zeigt, dass die Qualität der Verkehrsinfrastruktur in Europa im Durchschnitt schlechter ist als in den Vereinigten Staaten und Japan. Indem das europäische Eisenbahnnetz modernisiert und ausgebaut wird, lassen sich Engpässe abbauen, die Kohäsion im Binnenmarkt stärken und eine nachhaltige Logistik fördern, um den ökologischen Wandel zu unterstützen.⁴³ Das Potenzial an direkten Eisenbahnverbindungen zwischen europäischen Großstädten ist oftmals noch unerschlossen. Stattdessen gibt es hier häufig Flugverbindungen mit deutlich höheren CO₂-Emissionen.⁴⁴

⁴⁰ Siehe Europäisches Migrationsnetzwerk, [Labour Market Integration of Beneficiaries of Temporary Protection from Ukraine](#), European Migration Network-OECD Joint Inform, Brüssel, Mai 2024.

⁴¹ Siehe beispielsweise N. Gorgulu, V. Foster, S. Straub und M. Vagliasindi, [The Impact of Infrastructure on Development Outcomes: A Qualitative Review of Four Decades of Literature](#), Open Knowledge Repository, Weltbankgruppe, März 2023.

⁴² Siehe C. Calderón, E. Moral-Benito und L. Servén, [Is infrastructure capital productive? A dynamic heterogeneous approach](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 30, Nr. 2, S. 177-198, 2014.

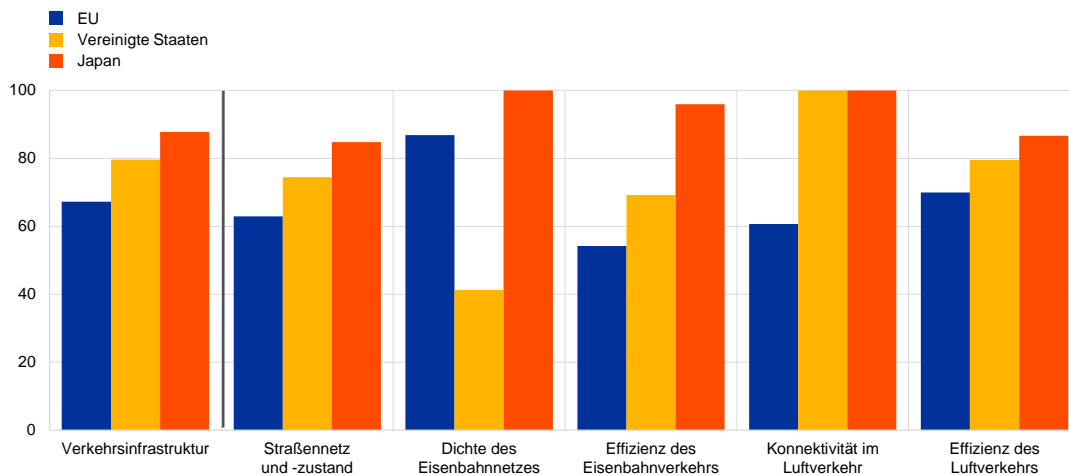
⁴³ Siehe E. Letta, a. a. O.

⁴⁴ Siehe Greenpeace, [Connection failed](#), Juli 2024.

Abbildung A

Verkehrsinfrastrukturindizes für 2019

(Index von 0 bis 100)



Quellen: Global Competitiveness Index 4.0 des Weltwirtschaftsforums und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Index für die Verkehrsinfrastruktur errechnet sich aus dem Durchschnitt der Werte für die Komponenten Straßen-, Eisenbahn-, Luft- und Seeverkehr. Qualität und Effizienz der Infrastrukturkomponenten werden anhand von qualitativen Selbsteinschätzungen auf einer Skala von 1 (extrem schlecht) bis 7 (extrem gut) bewertet. Die Dichte des Eisenbahnnetzes wird in km Schiene pro 1 000 km² erfasst. Der Indikator für die Konnektivität im Luftverkehr misst den Grad der Integration des jeweiligen Landes in das globale Luftverkehrsnetz.

Angesichts des raschen technologischen Fortschritts kommt der digitalen Infrastruktur und der Telekommunikation heute besondere Bedeutung zu. Insbesondere beim

Hochgeschwindigkeitsinternet und bei der 5G-Mobilfunkabdeckung ist Europa jedoch noch weit davon entfernt, seine Konnektivitätsziele zu erreichen.⁴⁵ Die fragmentierten nationalen Telekommunikationsmärkte Europas erschweren den Fortschritt bei der digitalen Konnektivität. Im Gegensatz dazu sind die Märkte in den Vereinigten Staaten und China homogener, da dort weniger und größere Betreiber aktiv sind. Infolgedessen verzeichnet Europa höhere Kommunikationskosten sowie einen langsameren Fortschritt bei Innovationen und der Verbreitung moderner digitaler Technologien (auch der künstlichen Intelligenz), die für den digitalen Wandel von entscheidender Bedeutung sind.⁴⁶

Zudem fordert das fragmentierte europäische Energienetz mit nur wenigen Verknüpfungen und großen Investitions- und Regulierungsunterschieden zwischen den einzelnen Ländern seinen Tribut bei der Umstellung auf erneuerbare Energien im Rahmen des ökologischen Wandels. Die Fragmentierung verschärft regionale Unterschiede bei den Energiekosten und mindert die Wettbewerbsfähigkeit von Wirtschaftszweigen, die auf bezahlbare Energie angewiesen sind.⁴⁷ Ein resilientes Energienetz ist auch für die Gewährleistung der Energiesicherheit entscheidend – vor allem angesichts der zunehmenden geopolitischen Spannungen. Ein einheitlicher europäischer Energiemarkt mit einem resilienten Netz würde die Kosten für die Verbraucherinnen und Verbraucher senken und die Energiepreise stabilisieren, was auch der Geldpolitik zugutekäme.

Die Fragmentierung verschärft regionale Unterschiede bei den Energiekosten und mindert die Wettbewerbsfähigkeit von Wirtschaftszweigen, die auf bezahlbare Energie angewiesen sind.⁴⁷ Ein resilientes Energienetz ist auch für die Gewährleistung der Energiesicherheit entscheidend – vor allem angesichts der zunehmenden geopolitischen Spannungen. Ein einheitlicher europäischer Energiemarkt mit einem resilienten Netz würde die Kosten für die Verbraucherinnen und Verbraucher senken und die Energiepreise stabilisieren, was auch der Geldpolitik zugutekäme.

⁴⁵ An Glasfasernetze sind aktuell nur gut die Hälfte der EU-Haushalte (56 %) angeschlossen. Das 5G-Mobilfunknetz ist auf EU-Ebene bereits flächendeckender ausgebaut und umfasst 81 % der Haushalte. Dennoch liegt die EU hier noch immer hinter den Vereinigten Staaten zurück, wo rund 96 % der Haushalte das 5G-Netz nutzen können. Weitere Einzelheiten finden sich in: Europäische Kommission, *2023 Report on the state of the Digital Decade*, September 2023.

⁴⁶ Siehe M. Draghi, a. a. O.

⁴⁷ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, *Energieschocks, Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und mögliche Auswirkungen auf die künftige Wettbewerbsfähigkeit der EU*, Wirtschaftsbericht 8/2024.

4 Schlussbemerkungen

Die zentrale Herausforderung für Europa besteht darin, Produktivität, Investitionen und Innovationen zu steigern, um dadurch seine Wettbewerbsfähigkeit und Resilienz zu fördern. Zusätzlich zu den seit Langem bestehenden Herausforderungen eines niedrigen Produktivitätswachstums, einer hohen Regulierungslast und einer nachteiligen demografischen Entwicklung ergeben sich weitere Schwierigkeiten aus den geopolitischen Spannungen, einer Fragmentierung des Handels und voraussichtlich dauerhaft höheren Energiepreisen. Als Reaktion bedarf es umfassender Strukturreformen, mit denen die Regulierung effizienter gestaltet, die Regierungsführung und die Verwaltungskapazität verbessert, die Qualität der Bildung und die Anpassung der Qualifikationen erhöht sowie die Infrastruktur modernisiert werden können. Angesichts des Bevölkerungsrückgangs und der alternden Gesellschaft hängt der Erhalt der Erwerbsbevölkerung von einer höheren Erwerbsbeteiligung – vor allem von Frauen und älteren Menschen – ab. Hinzu kommt eine gut gestaltete Einwanderungspolitik, die den Arbeitskräftemangel beseitigt und langfristiges Wachstum fördert.

Die Vorschläge von Mario Draghi zur Steigerung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit und von Enrico Letta zur Stärkung des Binnenmarkts verdeutlichen, dass koordinierte einzelstaatliche Maßnahmen erforderlich sind, die durch ein „Mehr an EU“ dort unterstützt werden, wo die EU den größten Mehrwert schaffen kann.⁴⁸ Die nationale Politik muss die Steigerung des Produktivitätswachstums priorisieren, indem Maßnahmen zur Förderung der Unternehmensdynamik, zur Verbreitung neuer Technologien und zur Finanzierung von privaten Investitionen und bahnbrechenden Innovationen ergriffen werden. Zudem sollten Schritte zur Beseitigung des Arbeitskräftemangels und der Diskrepanz zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage unternommen werden. Auf EU-Ebene könnte die notwendige politische Neujustierung durch eine Abstimmung auf der Grundlage der vereinbarten EU-Prioritäten erleichtert werden. Darüber hinaus gilt es, auf EU-Ebene Maßnahmen zu treffen, um notwendige öffentliche Güter bereitzustellen. Dies umfasst unter anderem eine bezahlbare und umweltfreundlichere Energie, bahnbrechende Forschung sowie digitale Infrastruktur für die weitere Verbreitung neuer Technologien und hier insbesondere der künstlichen Intelligenz. Das Prinzip „Mehr Europa, wo es darauf ankommt“ heißt auch, den Binnenmarkt zu vertiefen und die grenzübergreifende, marktbasierende Risikoteilung zu stärken.

Der vorliegende Aufsatz schließt sich der Forderung nach raschen, konkreten Strukturreformen in Europa an. Das Zusammenspiel von Institutionen, Infrastruktur und Wettbewerbsfähigkeit verdeutlicht, dass es einer transformativen Politik bedarf. Das Wachstumspotenzial ließe sich erhöhen, indem strukturelle Hemmnisse wie die inadäquate physische und digitale Infrastruktur und die Diskrepanz zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage beseitigt werden, während der Zugang zur Finanzierung erleichtert wird. Strukturreformen würden ferner die reibungslose Transmission der Geldpolitik auf die gesamte Wirtschaft des

⁴⁸ Siehe M. Draghi, a. a. O., und E. Letta, a. a. O.

Euroraums begünstigen und damit zur Gewährleistung von Preisstabilität im Eurogebiet beitragen.⁴⁹ Gleichzeitig sind die Reformen und politischen Maßnahmen so zu gestalten, dass sie den ökologischen und digitalen Wandel unterstützen und die wirtschaftliche und soziale Resilienz gegenüber geopolitischen Spannungen und möglichen zukünftigen Schocks gewährleisten. Entscheidend für den Erfolg hierbei sind vor allem eine verbesserte Akzeptanz der Reformen in der Gesellschaft und eine ausgewogene Regulierung.⁵⁰ Insgesamt sind die politischen Maßnahmen sorgfältig zu konzipieren, um ein Gleichgewicht zwischen Regulierung und Flexibilität zu finden. Damit sollte sich das öffentliche Interesse wahren lassen, ohne bei Innovationen und Investitionen Kompromisse eingehen zu müssen. Zugleich würde dies zu einer nachhaltigen Steigerung der Produktivität und des allgemeinen Lebensstandards in Europa beitragen.

⁴⁹ Siehe K. Masuch, W. Modery, R. Setzer und N. Zorell, [The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness](#), Der EZB-Blog, 11. Oktober 2023.

⁵⁰ Siehe IWF, [Policy Pivot, Rising Threats. Chapter 3: Understanding the social acceptability of structural reforms](#), World Economic Outlook, Oktober 2024.

2 Lohnentwicklung während und nach der Hochinflationsphase

Colm Bates, Katalin Bodnár, Peter Healy und Marc Roca I Llevadot

1 Einleitung

Die Löhne sind für die Beurteilung der Inflation und damit auch für die Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Die Inflation beeinflusst die Lohnentwicklung und wird zugleich von ihr beeinflusst. Löhne sind Vorleistungskosten der Unternehmen. Die produktivitätsbereinigten Löhne wirken sich wiederum auf die Preissetzungsentscheidungen der Unternehmen und somit auf den Inflationsdruck aus. Zugleich begründen die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer ihre Lohnforderungen mit der aktuellen und der vergangenen Inflation sowie mit den Inflationserwartungen. Darüber hinaus stellen die Löhne einen erheblichen Teil des Einkommens der privaten Haushalte dar und beeinflussen daher deren Konsum- und Sparscheidungen.

In den vergangenen zehn Jahren haben sich die Bedingungen für das Lohnwachstum stark verändert – sowohl hinsichtlich des Preisdrucks als auch der Arbeitsmarktlage. Der Zeitraum von 2013 bis 2017 war von einer hohen, wenn auch rückläufigen Unterauslastung am Arbeitsmarkt, einer niedrigen Inflation und einem schwachen Produktivitätswachstum geprägt. Zusammen mit einigen strukturellen Faktoren führte dies zu einer Dämpfung des Lohnwachstums. Ab 2018 zog die Inflation allmählich an, und die Anspannung am Arbeitsmarkt nahm zu. Der Lohnzuwachs blieb jedoch gering.¹ Während der Pandemie entwickelten sich die Gesamtinflation und die zugrunde liegende Lohndynamik verhalten. Unterdessen wurden sowohl die Arbeitslosenquote als auch die Löhne von staatlichen Maßnahmen beeinflusst, mit denen die wirtschaftlichen Auswirkungen des Pandemieschocks abgefedert wurden.² Nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft im Anschluss an die Pandemie und dem ungerechtfertigten Einmarsch Russlands in die Ukraine stieg die Inflation im Euroraum auf ein historisch hohes Niveau. Hinzu kam die angespannte Arbeitsmarktlage, sodass das Lohnwachstum im Eurogebiet einen im Vergleich zur Vergangenheit hohen Stand erreichte. Ab 2023 verlangsamte sich die Gesamtinflation deutlich, während sich zugleich eine schwächere Nachfrage nach Arbeitskräften abzeichnete und das hohe Lohnwachstum allmählich zurückging.³

¹ Siehe C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 232, 2019.

² Siehe EZB, [Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 8/2022.

³ Siehe EZB, [Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?](#), Wirtschaftsbericht 8/2024.

Solche Veränderungen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld erschweren die Beurteilung der relativen Bedeutung, die den Bestimmungsfaktoren der Lohnentwicklung zukommt. Zwar können aus der Phase der Niedriginflation Erkenntnisse gewonnen werden, doch aufgrund des sich verändernden Wirtschaftsumfelds und von Datenverzerrungen während der Pandemie müssen die Standardinstrumente neu bewertet und die zur Analyse des Lohnwachstums verwendeten Datenquellen erweitert werden. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Aufsatz die Bestimmungsfaktoren des Lohnwachstums in der außergewöhnlichen Nachpandemiephase (2022-2024) untersucht. Dies geschieht mittels einer erweiterten Lohn-Phillips-Kurve und der Analyse neuer granularer Daten zu den Tarifabschlüssen. Außerdem wird der Zusammenhang zwischen Lohnwachstum und Inflation durch Anwendung des Bernanke-Blanchard-Modells auf den Euroraum veranschaulicht.⁴

2 Lohnentwicklung während des Inflationsanstiegs und des anschließenden Inflationsrückgangs im Euroraum

Die Ereignisse, die nach der Pandemie die Arbeitsmarktentwicklung beeinflusst haben, wirkten sich unterschiedlich auf die Lohnindikatoren aus (siehe Abbildung 1). Ein wichtiger Indikator zur Einschätzung des Lohnwachstums im Eurogebiet ist die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Sie gibt die von Arbeitgebern im Durchschnitt zu zahlenden Arbeitskosten je Beschäftigten wieder. Darin enthalten sind die Löhne und Gehälter sowie die arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge. Zudem beobachtet die EZB verschiedene andere Lohnindikatoren, um ein umfassenderes Bild vom Lohndruck zu erhalten. Hierzu gehören das Arbeitnehmerentgelt je Stunde und das Wachstum der Tarifverdienste. Während das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Jahr 2020 erheblich sank, kam es bei den Indikatoren des Lohnwachstums je geleistete Arbeitsstunde (z. B. beim Arbeitsentgelt je Stunde) zu einer Erhöhung. Diese Entwicklungen wurden von statistischen Faktoren beeinflusst, die mit der Pandemie und der Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung zusammenhingen. Dadurch wurde der Informationsgehalt der meisten Lohnindikatoren in dieser Phase in mehrfacher Hinsicht verzerrt. Aufgrund von Basiseffekten blieben diese Indikatoren auch 2021 volatil. Dagegen war der von der EZB erstellte Indikator der Tarifverdienste, der die Ergebnisse der Tarifabschlüsse abbildet, nicht von statistischen Verzerrungen betroffen.⁵ Er lag in den Jahren 2020 und 2021 auf einem niedrigen, aber relativ stabilen Niveau.

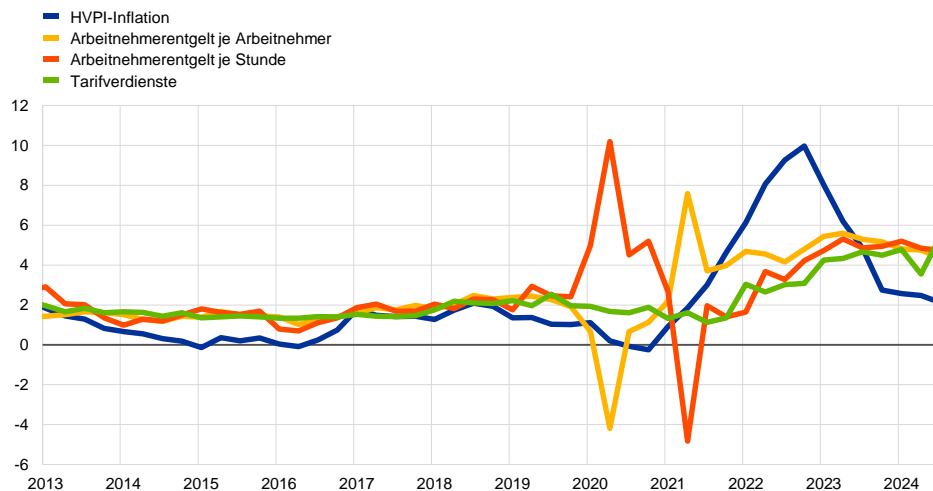
⁴ Siehe Ó. Arce, M. Ciccarelli, A. Kornprobst und C. Montes-Galdón, [What caused the euro area post-pandemic inflation?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 343, 2024.

⁵ Siehe EZB, [Können Daten zu den Tarifverdiensten zur Messung der Lohndynamik während der Covid-19-Pandemie beitragen?](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2020.

Abbildung 1

Arbeitskostenindikatoren und HVPI-Inflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Nach dem sprunghaften Inflationsanstieg erreichte das Lohnwachstum ein so hohes Niveau, wie es zuletzt im Vorfeld der Währungsunion beobachtet wurde. Dabei erhöhten sich die verschiedenen Indikatoren jedoch in unterschiedlichem Tempo. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je

Arbeitnehmer vollzog als erster Lohnindikator den Anstieg der Inflation im Euroraum nach. Im Jahr 2022 lag es bereits bei über 4 %, während das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde etwa 1 Prozentpunkt geringer war. Diese Differenz hängt damit zusammen, dass sich die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nach der Pandemie wieder erhöhte. Zusätzlich zum langsamer zunehmenden Arbeitnehmerentgelt je Stunde trug diese Entwicklung zum Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei. Als sich das Wachstum der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden dann wieder verlangsamte, wiesen die beiden Messgrößen ab 2023 ähnliche Zuwachsraten von über 5 % auf. Dagegen nahm das Wachstum der Tarifverdienste eher allmählich zu, von gut 1 % im Jahr 2021 auf knapp 3 % 2022 und über 4 % 2023. In dieser langsameren Anpassung kam zum Ausdruck, dass die Tarifverhandlungen erst eine gewisse Zeit nach der Pandemie wiederaufgenommen wurden und sich dann länger hinzogen. Ein Großteil der Differenz zwischen dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und den Tarifverdiensten lässt sich durch die Lohndrift erklären. Sie trug in der frühen Hochinflationphase wesentlich stärker zum tatsächlichen Lohnwachstum bei als in normalen Zeiten.⁶ Der hohe Beitrag der Lohndrift spiegelte nicht nur die Erholung

⁶ Die Lohndrift erfasst definitionsgemäß alle Elemente der tatsächlich gezahlten Löhne und Gehälter je Beschäftigten, die nicht durch die Tarifverdienste abgedeckt sind. Hierzu zählen etwa individuelle Bonuszahlungen und die Vergütung von Überstunden. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lässt sich in die Beiträge der Löhne und Gehälter sowie die arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge aufgliedern. Das Wachstum der Löhne und Gehälter je Beschäftigten setzt sich wiederum aus dem Anstieg der Tarifverdienste und der Lohndrift zusammen. Dabei wird Letztere als Differenz zwischen dem Anstieg der Löhne und Gehälter je Beschäftigten und dem Anstieg der Tarifverdienste berechnet. Zur Bedeutung der Lohndrift für die Lohnentwicklung siehe auch EZB, [Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums und die Rolle der Lohndrift](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2024.

der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden wider, sondern auch den zeitnahen Inflationsausgleich auf Unternehmensebene, der teilweise durch Steuervergünstigungen gefördert wurde. Da auch in den formalen Tarifabschlüssen der Inflationsausgleich allmählich seinen Niederschlag fand, verringerte sich der Einfluss der Lohndriftkomponente allmählich wieder. Dementsprechend glichen sich auch die Wachstumsraten des Arbeitentgelts je Arbeitnehmer und der Tarifverdienste stärker an.

In letzter Zeit hat sich das hohe Niveau des Lohnwachstums verringert, wobei sich die einzelnen Indikatoren erneut unterschiedlich schnell verändert haben.

So wie bereits in der Phase des beschleunigten Lohnwachstums scheint der Anstieg der Tarifverdienste auch in der Phase der nachlassenden Lohnzuwächse der Indikator zu sein, der am persistentesten ist und sich als Letztes anpasst. Während die Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde im zweiten Quartal 2023 – und damit zwei Quartale nach dem Höchststand der HVPI-Inflation – ihren Spitzenwert erreichten, ist das Wachstum der Tarifverdienste nach wie vor hoch und volatil. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Tarifabschlüsse unterschiedliche Laufzeiten haben und Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, die an mehrjährige Tarifverträge gebunden waren, erst verzögert in den Genuss eines Inflationsausgleichs kamen. Die Volatilität in der Zeitreihe der Tarifverdienste spiegelt weitgehend die in den letzten Jahren gestiegene Bedeutung von Einmalzahlungen wider. Die aus diesen Zahlungen resultierenden Basiseffekte werden allerdings 2025 das Wachstum der Tarifverdienste sinken lassen. Auch die Erkenntnisse, die aus dem Wage Tracker der EZB (siehe Abschnitt 4) und der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen gewonnen wurden, deuten darauf hin, dass sich das Wachstum der Tarifverdienste in nächster Zeit allmählich verlangsamen wird.⁷

3 Was kann uns die Phillips-Kurve über die Lohnentwicklung nach der Pandemie sagen?

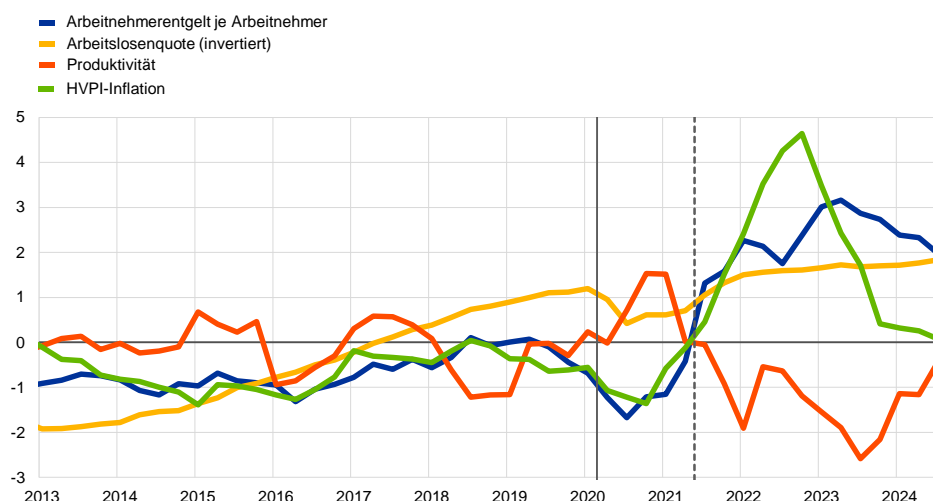
Durch die Schocks der vergangenen Jahre haben sich die Bestimmungsfaktoren der Lohnentwicklung verändert. Wesentliche Faktoren des Lohnwachstums sind die Position der Arbeitsmärkte im Konjunkturzyklus, die Inflationsentwicklung und das Produktivitätswachstum. Sie werden in der Wissenschaft häufig anhand einer Lohn-Phillips-Kurve bewertet. In Abbildung 2 ist dargestellt, wie sich diese Faktoren verändert haben. Um der beträchtlichen Volatilität im Zusammenhang mit den 2020 eingeführten Arbeitsplatzsicherungsprogrammen Rechnung zu tragen, werden die Daten für das Lohn- und das Produktivitätsniveau – d. h. für die am stärksten von den Programmen betroffenen Variablen – auf das erste und zweite Quartal 2020 interpoliert. Dies erleichtert nicht nur den Umgang mit Datenverzerrungen, sondern auch die Untersuchung der Frage, inwieweit die jüngsten Entwicklungen bei den

⁷ Siehe C. Bates, V. Botelho, S. Holton, M. Roca I Llevadot und M. Stanislaw, [The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#), Der EZB-Blog, 18. Dezember 2024; EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2024.

meisten Bestimmungsgrößen der Lohnentwicklung – jenseits der pandemiebedingten Verzerrungen – von historischen Regelmäßigkeiten abgewichen sind. Die anhand der HVPI-Inflation dargestellte Preisentwicklung hat sich 2022 sehr rasch auf ein historisch hohes Niveau beschleunigt, ist aber zuletzt wieder annähernd auf das von der EZB angestrebte Ziel von 2 % zurückgekehrt (siehe Abbildung 2). Gleichzeitig ist die Arbeitslosenquote (in der Abbildung invertiert dargestellt) auf den niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro gesunken. Das Wachstum der Arbeitsproduktivität lag unterdessen längere Zeit unter dem langfristigen Durchschnitt. Die erweiterte Lohn-Phillips-Kurve der EZB (siehe C. Nickel et al., a. a. O.) erfasst, wie sich diese Faktoren (vergangene oder erwartete Inflation, Arbeitsmarktlage und Produktivität) auf das tatsächliche Lohnwachstum auswirken und berücksichtigt dabei auch Verzögerungen. Sie wird hier als theoretische Richtschnur und empirisches Hilfsmittel herangezogen, um die Lohnentwicklung mittels verschiedener Spezifikationen zu bewerten.⁸

Abbildung 2
Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und wichtige gesamtwirtschaftliche Bestimmungsfaktoren im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat und EZB.

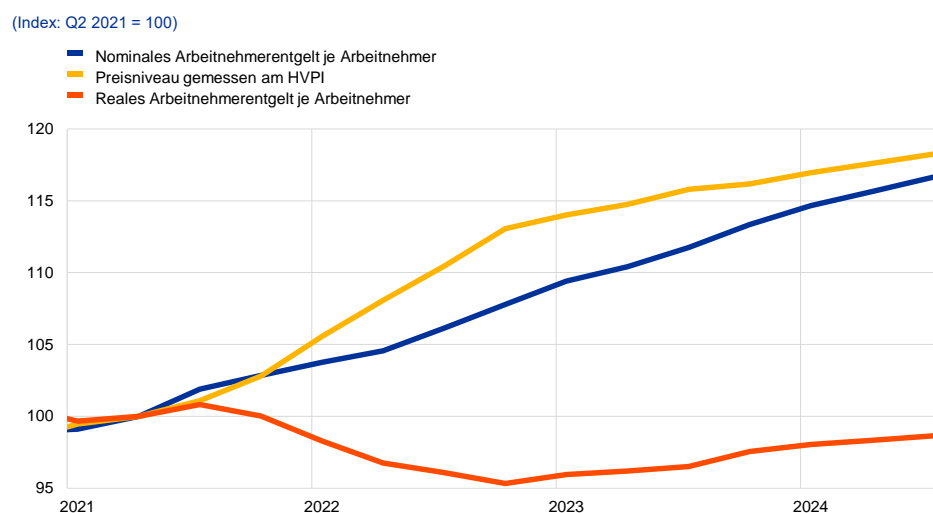
Anmerkung: Die Wachstumsraten für das Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer und die Produktivität werden aus Zeitreihen berechnet, die auf das erste und zweite Quartal 2020 interpoliert wurden. Die Arbeitslosenquote ist invertiert, und alle Variablen sind mit ihrem Mittelwert und ihrer Standardabweichung standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. Die vertikalen Linien zeigen den Beginn der Pandemie (durchgezogene Linie) bzw. des Inflationsanstiegs (gestrichelte Linie) an.

Das Lohnwachstum war zuletzt in hohem Maße von einem Aufholprozess für die zurückliegende Inflation geprägt. Der rasche, beträchtliche und unerwartete Anstieg der Verbraucherpreise führte in allen Ländern und Sektoren des Euroraums zu einem Rückgang der Reallöhne. Ab Mitte 2021, als der Inflationsschub begann, bis zum Erreichen des Höchststands der Gesamtinflation sanken die Reallöhne

⁸ Die geschätzte Form der Lohn-Phillips-Kurve folgt mit einigen Anpassungen der vor der Pandemie etablierten Praxis (siehe C. Nickel et al., a. a. O.). Das vierteljährliche Wachstum der Löhne wird auf deren eigene Verzögerung, die (vergangenheits- oder zukunftsbezogenen) Inflationserwartungen, ein um ein Quartal verzögertes Maß für die Zyklicität und das Produktivitätswachstum regressiert. Dabei kommt ein „thick modelling“-Ansatz zum Tragen, bei dem eine Vielzahl von Proxys für die Arbeitsmarktlage und die Inflationserwartungen zur Anwendung kommt und die Ergebnisse gemeinsam evaluiert werden.

durchschnittlich um rund 5 % (siehe Abbildung 3). Die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sind bestrebt, diese Reallohnverluste zu kompensieren. Je nach Arbeitsmarktlage spiegeln die Lohnforderungen also die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem erwarteten Reallohniveau wider.⁹ Somit ist der Aufholprozess bei den Reallohnen eine wichtige Triebkraft der jüngsten Lohnentwicklung. Das Reallohniveau ist in der einfachen Lohn-Phillips-Kurve nicht direkt enthalten, kann aber indirekt einbezogen werden, indem man die vergangene Inflation und das verzögerte Lohnwachstum in alternativen Spezifikationen berücksichtigt. Die Bewertung dieses Faktors wird durch die Einbeziehung granularer Daten zu den Tarifabschlüssen noch erweitert (siehe Abschnitt 4).

Abbildung 3
 Nominales und reales Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Preisniveau im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Das reale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer wird als nominales Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer berechnet dividiert durch das am HVPI gemessene Preisniveau. Bei Verwendung des Deflators der privaten Konsumausgaben anstelle des HVPI ergibt sich ein ähnliches Reallohniveau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

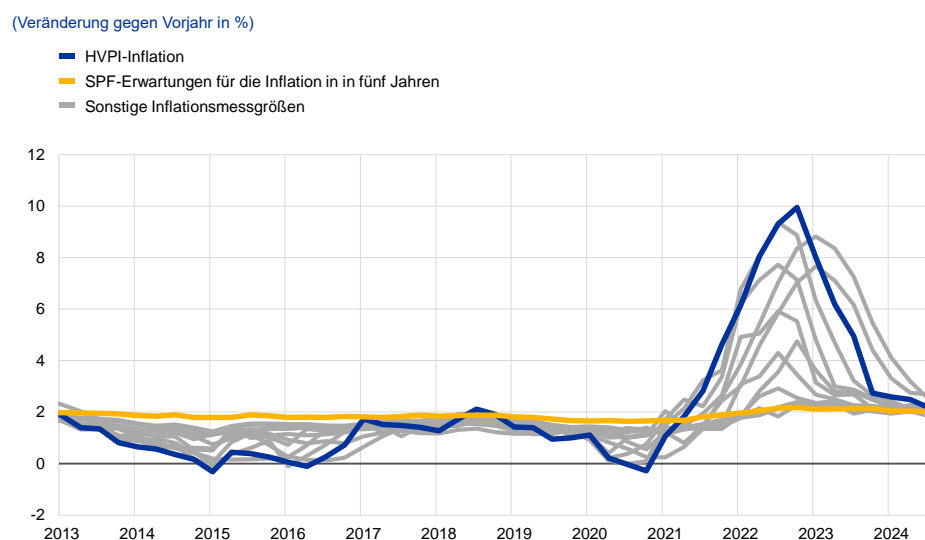
A priori ist unklar, inwieweit die Lohndynamik eher die vergangene Inflation als die Inflationserwartungen widerspiegelt. Hier gibt es möglicherweise erhebliche Unterschiede innerhalb der Gruppe der Erwerbspersonen, und auch das tatsächliche Inflationsniveau dürfte eine entscheidende Rolle spielen. Um dieser Unsicherheit Rechnung zu tragen, wurde in der erweiterten Lohn-Phillips-Kurve der Einfluss der Inflation auf die Löhne erfasst. Hierzu wurde eine Messgröße der vergangenheits- oder der zukunftsbezogenen Inflation integriert, die jeweils aus einer Vielzahl möglicher Indikatoren ausgewählt wurde.¹⁰ All diese Indikatoren haben sich gegenüber ihren früheren Werten erhöht. Allerdings ist die seit Beginn der Hochinflation beobachtete Abweichung deutlich stärker ausgeprägt als in

⁹ Siehe O. Blanchard, [Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment](#), Realtime Economics Blog, Peterson Institute for International Economics, 14. März 2022.

¹⁰ Zu den Indikatoren der vergangenheitsbezogenen Inflation zählen die verzögerte HVPI-Inflation, die verzögerte Kerninflation und die gleitenden Vierquartalsdurchschnitte der vergangenen HVPI-Inflation. Die zukunftsgerichteten Inflationsindikatoren umfassen die Erwartungen von Consensus Economics für die Inflation in einem bis sechs Quartalen und die Erwartungen gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) für die Inflation in einem, zwei und fünf Jahren.

früheren Zeiten. Dabei steigen die vergangenheitsbezogenen Indikatoren früher und auf ein höheres Niveau an als die zukunftsgerichteten Indikatoren, während die längerfristigen Erwartungen relativ stabil bleiben (siehe Abbildung 4).¹¹

Abbildung 4
Messgrößen der vergangenen Inflation und der Inflationserwartungen für verschiedene Zeithorizonte



Quellen: Eurostat, EZB und Consensus Economics.

Anmerkung: Zu den sonstigen Inflationssmessgrößen (graue Linien) zählen die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, der gleitende Vierteljährsdurchschnitt der HVPI-Inflation, die Erwartungen von Consensus Economics für die Inflation in einem bis sechs Quartalen und die SPF-Erwartungen für die Inflation in einem und zwei Jahren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Schätzungen auf Basis der Lohn-Phillips-Kurve bestätigen, dass die jüngste Lohninflation vor allem dadurch bestimmt wurde, wie die Löhne auf die vergangene Inflation reagierten. Im Euroraum ist die Lohnindexierung relativ wenig verbreitet. Vor der Pandemie jedoch wurde der Inflationsausgleich im Rahmen der Lohnbildung primär von der vergangenheitsbezogenen Inflation beeinflusst.¹² Eine solche Lohnbildung könnte die Persistenz nominaler Variablen erhöhen und Zweitrundeneffekte verstärken. In Hochinflationsphasen könnte die Inflation eine größere Rolle in der Lohnbildung spielen, da Unternehmen und Beschäftigte ihr dann mehr Aufmerksamkeit schenken als bei niedriger Teuerung. In der Zeit der hohen Inflation und der anschließenden Disinflation lässt sich ein größerer Teil der Lohnentwicklung durch die vergangene Inflation und die kürzerfristigen Inflationserwartungen erklären. Modelle, in denen die vergangene Inflation und die kurzfristigen Inflationserwartungen enthalten sind, können die Phase eines

¹¹ Die Erwartungen professioneller Prognoseinstitute fließen ebenfalls in die Betrachtung ein, wenngleich man argumentieren könnte, dass die Erwartungen der privaten Haushalte oder Unternehmen möglicherweise geeigneter sind. Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) könnten zwar einbezogen werden, weil sie nützliche Informationen liefern, jedoch ist der von ihnen abgedeckte Zeitraum zu kurz. Es zeigt sich indes, dass die Verbrauchererwartungen in dem Zeitraum, für den CES-Daten verfügbar sind, weitgehend mit denen professioneller Prognoseinstitute übereinstimmen, wenngleich sie höher sind. So erreichten sie im Oktober 2022 einen Höchststand und weisen einen ähnlichen Verlauf auf wie die SPF-Daten.

¹² Siehe beispielsweise G. Koester und H. Grapow, [Lohnindexierung im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets: mögliche Relevanz für den Einfluss der Inflation auf die Löhne](#), Kasten 7, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2021; C. Nickel et al., a. a. O.

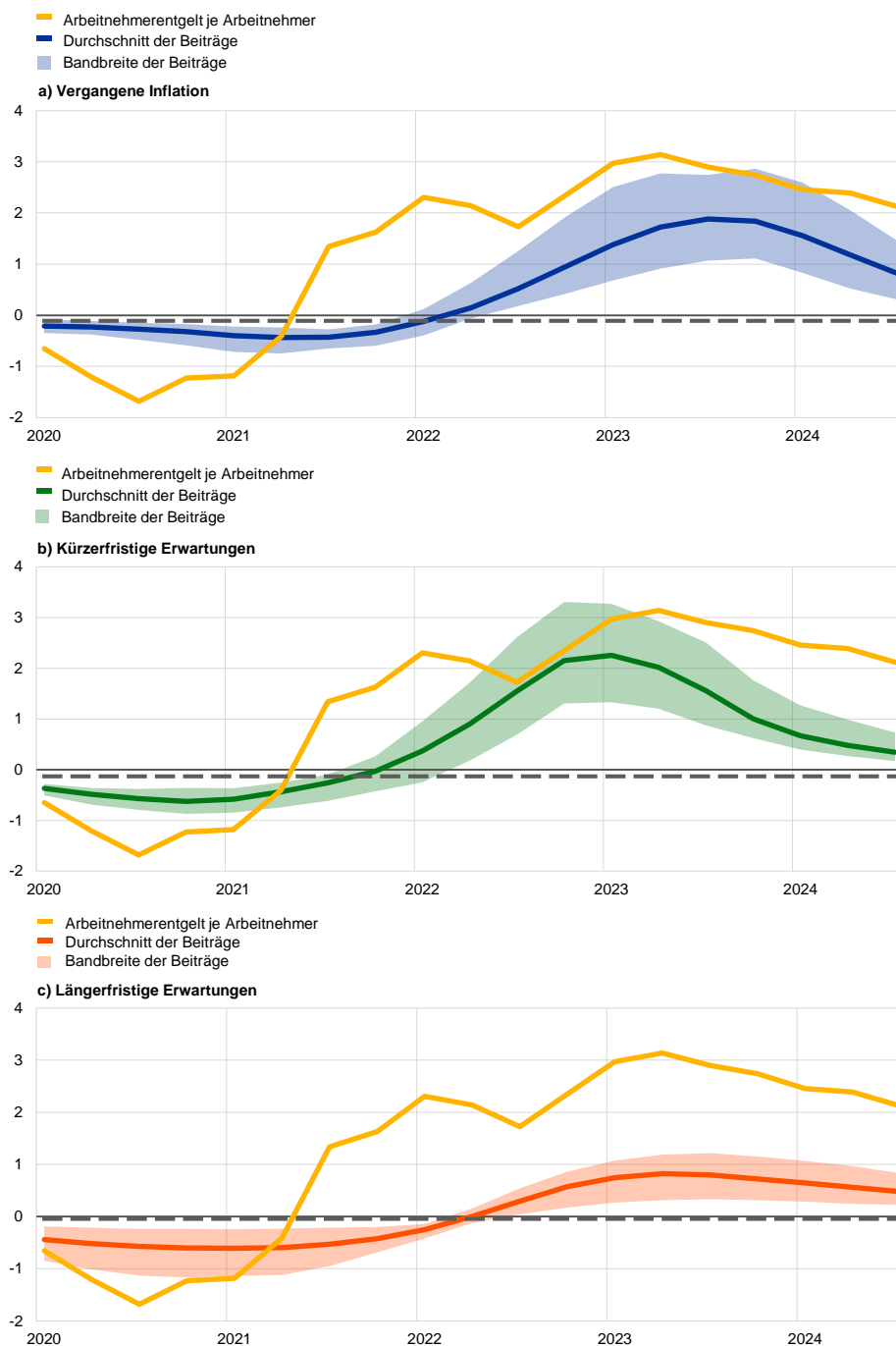
ansteigenden Lohnwachstums zu einem Großteil erklären. In der Phase der nachlassenden Lohnsteigerungen scheint die vergangene Inflation unterdessen einen etwas größeren Erklärungsbeitrag geleistet zu haben. Modelle, die die langfristigen Inflationserwartungen beinhalten, deuten dagegen insgesamt darauf hin, dass der geschätzte Einfluss der Inflation auf die Lohnbildung geringer ist (siehe Abbildung 5). Da sich die HVPI-Inflation zuletzt abgeschwächt hat, ist auch der Beitrag der Inflation zum Lohnwachstum in den meisten Spezifikationen mit Messgrößen der vergangenheitsbezogenen oder kurzfristigen Inflation gesunken, wenngleich er nach wie vor hoch ist. Dieser Befund bestätigt insgesamt, dass die Lohnbildung im Euroraum einen starken Vergangenheitsbezug aufweist. In der letzten Zeit hing dieser auch mit dem großen Überraschungsmoment zusammen, das mit dem Inflationsschock einherging. Eine Untersuchung des Euroraums mit dem Bernanke-Blanchard-Modell liefert ähnliche Ergebnisse.¹³

¹³ Siehe Ó. Arce et al., a. a. O. Auch in dieser Arbeit wird festgestellt, dass die Inflation in den vergangenen drei Jahren großen Einfluss auf die Löhne hatte (siehe auch Kasten 2 im vorliegenden Aufsatz). In V. Galstyan, [Understanding the Joint Dynamics of Inflation and Wage Growth in the Euro Area](#), Research Technical Papers, Nr. 11, Bd. 2023, Central Bank of Ireland, 2023, wird nachgewiesen, dass die Reallohnlücke das Lohnwachstum im Euroraum zuletzt stark beeinflusst hat. Siehe auch M. DeLuca und W. Van Zandweghe, [Postpandemic Nominal Wage Growth: Inflation Pass-through or Labor Market Imbalance?](#), Economic Commentary, Nr. 2023-13, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2023, S. 1-6. Darin konstatieren die Autoren, dass sich in den USA vor allem die Inflation auf das Lohnwachstum durchgewirkt hat.

Abbildung 5

Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum und Beitrag der Inflation in verschiedenen Spezifikationen der Lohn-Phillips-Kurve

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Consensus Economics, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist mittelwertbereinigt und wurde auf das erste und zweite Quartal 2020 interpoliert. Die Grafiken zeigen sowohl den Durchschnitt als auch die Bandbreite des geschätzten, aus unterschiedlichen Spezifikationen des „thick modelling“-Ansatzes ermittelten Beitrags verschiedener Inflationsvariablen zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Die Indikatoren der vergangenen Inflation sind die verzögerte HVPI-Inflation, die verzögerte Kerninflation und der gleitende Vierquartalsdurchschnitt der vergangenen HVPI-Inflation. Die kürzerfristigen Inflationserwartungen beziehen sich auf die Erwartungen von Consensus Economics für die Inflation in einem bis vier Quartalen und auf die SPF-Erwartungen für die Inflation in einem Jahr. Bei den längerfristigen Inflationserwartungen handelt es sich um die Erwartungen von Consensus Economics für die Inflation in fünf bis sechs Quartalen und die SPF-Erwartungen für die Inflation in zwei und fünf Jahren. Die gestrichelten horizontalen Linien zeigen die durchschnittlichen vor der Pandemie verzeichneten Beiträge (1999-2019). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Verschiedene Indikatoren der Arbeitsmarktlage deuten seit einiger Zeit auf eine – wenngleich unterschiedlich starke – Anspannung hin. Die

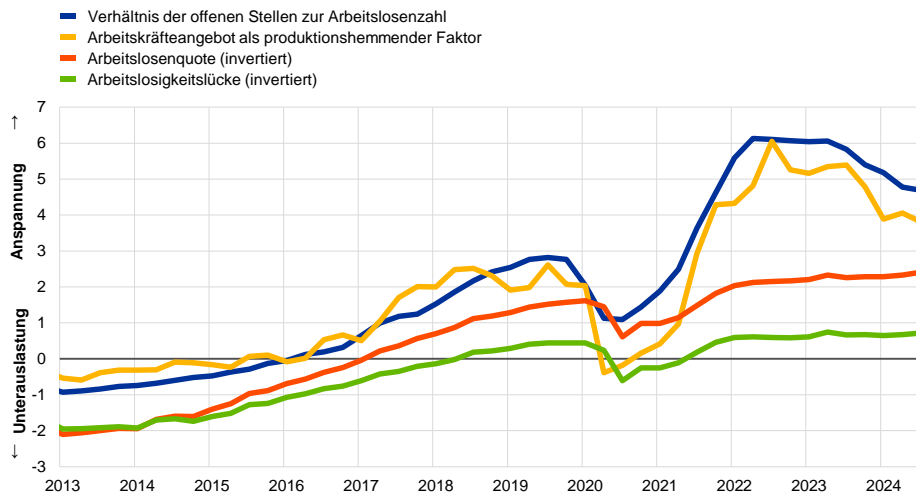
Arbeitslosenquote verzeichnete im Zeitraum nach 2022 den niedrigsten Stand seit Einführung des Euro im Jahr 1999. Gleichzeitig lag die Gesamtarbeitslosenquote unterhalb verschiedener Schätzungen zur inflationsstabilen Arbeitslosenquote (wie etwa der lohnstabilen Arbeitslosenquote (NAWRU) der Europäischen Kommission). Damit bestätigen sich die Hinweise auf einen angespannten Arbeitsmarkt.¹⁴ Andere Messgrößen der Arbeitsmarktlage, die als alternative Indikatoren in Spezifikationen der erweiterten Lohn-Phillips-Kurve verwendet werden (wie z. B. das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl und der von der Europäischen Kommission erhobene Indikator des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor), deuten auf eine noch stärkere Zunahme der Anspannung am Arbeitsmarkt hin als die Arbeitslosenquote. Dies hängt möglicherweise damit zusammen, dass die beiden genannten Indikatoren die Nachfrage nach Arbeitskräften direkter mit einbeziehen. Die Arbeitslosenquote spiegelt hingegen das Gleichgewicht zwischen Arbeitskräfteangebot und -nachfrage wider, wobei Letztere gegebenenfalls durch Anpassungen innerhalb der Erwerbsbevölkerung befriedigt wird. Seit einiger Zeit sinkt das hohe Niveau der Indikatoren der Arbeitskräftenachfrage allmählich, während die Arbeitslosenquote eher stabil geblieben ist (siehe Abbildung 6).

¹⁴ Folgende Messgrößen werden in den erweiterten Lohn-Phillips-Kurven verwendet: die Arbeitslosenquote, die Arbeitslosigkeitslücke (berechnet als Differenz zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenquote und der in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems bzw. der EZB geschätzten inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU)), das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl sowie der von der Europäischen Kommission erhobene Indikator des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor. Zu der von der Europäischen Kommission geschätzten lohnstabilen Arbeitslosenquote (NAWRU) siehe K. Havik et al., [The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps](#), European Economy – Economic Papers, Nr. 535, Europäische Kommission, 2014.

Abbildung 6

Messgrößen für die Position des Arbeitsmarkts im Konjunkturzyklus

(in %; prozentualer Saldo; in % der Erwerbspersonen)



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

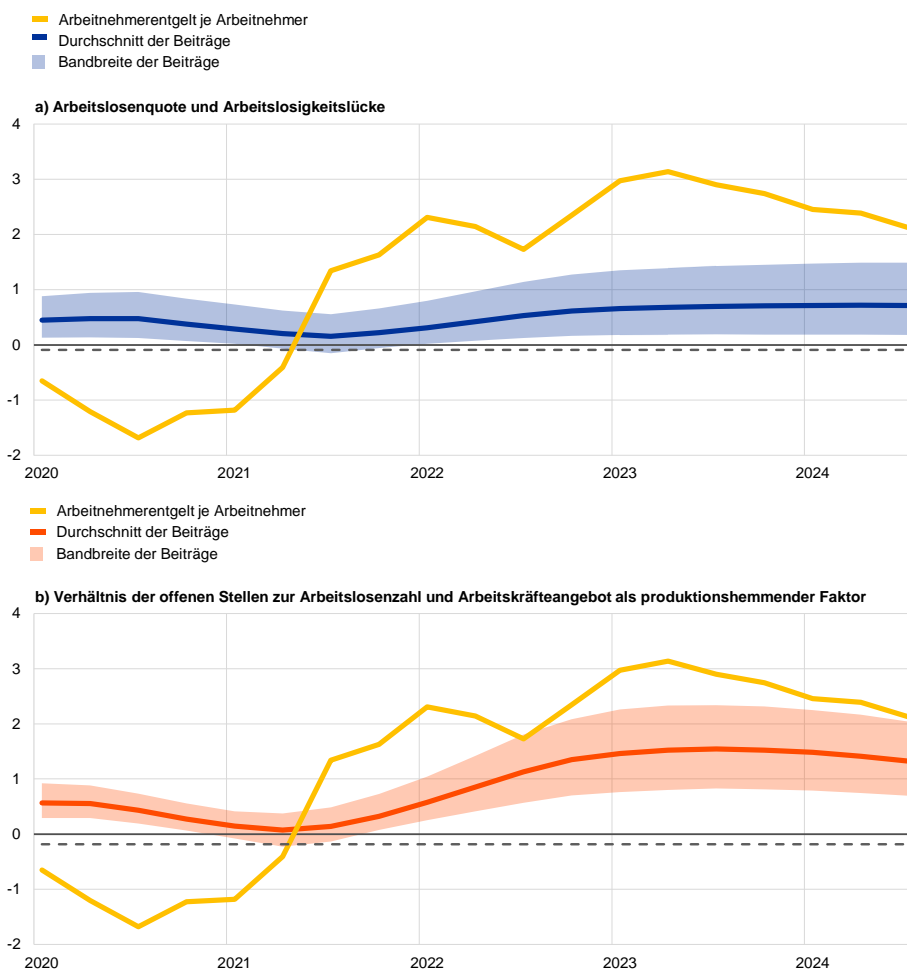
Anmerkung: Die Arbeitslosenquote und die Arbeitslosigkeitslücke sind invertiert dargestellt. Die Arbeitslosigkeitslücke wird berechnet als Differenz zwischen der Arbeitslosenquote und der NAWRU-Schätzung der Europäischen Kommission, deren jährliche Zeitreihe auf eine vierteljährliche Frequenz interpoliert wurde. Der Indikator des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor wird als gewichteter Durchschnitt berechnet und ergibt sich aus sektorspezifischen Informationen zu produktionshemmenden Faktoren, die in den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission erhoben werden. Alle Messgrößen wurden mit ihren Mittelwerten vor der Pandemie (d. h. 1999-2019) und ihren Standardabweichungen standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Die angespannte Lage am Arbeitsmarkt ist eine der Ursachen für das jüngste Lohnwachstum. Die Arbeitslosenquote deutet darauf hin, dass der Aufwärtsdruck auf das Lohnwachstum gegenüber dem historischen Durchschnitt gestiegen ist. Seit 2022 zeigt das Lohnwachstum jedoch einen engeren Gleichlauf mit der Entwicklung des Verhältnisses der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl sowie des Indikators des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor. Spezifikationen der Lohn-Phillips-Kurve mit diesen Indikatoren lassen auf einen stärkeren Einfluss der angespannten Arbeitsmarktlage schließen. Sie sind also vermutlich aussagekräftiger, was das Lohnwachstum im aktuellen Zeitraum anbelangt (siehe Abbildung 7). Zugleich hat sich das Lohnwachstum zuletzt in größerer Übereinstimmung mit dem Beitrag der (vergangenen) Inflation entwickelt, während die Arbeitsmarktanspannung den Aufholprozess der Reallöhne gestützt haben dürfte.

Abbildung 7

Beitrag der Arbeitsmarkttension zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer für unterschiedliche Spezifikationen der Lohn-Phillips-Kurve

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist mittelwertbereinigt und wurde auf das erste und zweite Quartal 2020 interpoliert. Die Grafiken zeigen sowohl den Durchschnitt als auch die Bandbreite des geschätzten, aus unterschiedlichen Spezifikationen des „thick modelling“-Ansatzes ermittelten Beitrags verschiedener Arbeitsmarktvariablen zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Der Indikator des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor wird als gewichteter Durchschnitt berechnet und ergibt sich aus sektorspezifischen Informationen zu produktionshemmenden Faktoren, die in den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission erhoben werden. Die gestrichelte horizontale Linie stellt den durchschnittlichen Beitrag in der Zeit vor der Pandemie (1999-2019) dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Wird das Lohnwachstum anhand unterschiedlicher Spezifikationen der erweiterten Lohn-Phillips-Kurve zerlegt, so zeigt sich, dass die zuletzt hohe Lohninflation in erster Linie auf den starken Anstieg des allgemeinen Preisniveaus zurückzuführen ist. Dieser spielt jedoch eine immer geringere Rolle, sodass der relative Einfluss des Arbeitsmarkts zunimmt. Bei der Zerlegung wird ein Durchschnitt aus mehreren Spezifikationen mit jeweils unterschiedlichen Arbeitsmarkt- und Inflationsvariablen betrachtet. Von den maßgeblichen Faktoren des Lohnwachstums scheint die Inflation in den letzten Jahren den größten Einfluss ausgeübt zu haben (siehe Abbildung 8). Auch der leichte Rückgang des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, der in der jüngeren Vergangenheit zu beobachten war, ist einem geringeren Beitrag der Inflation

geschuldet. Im Vergleich zu diesem fällt der Beitrag der Arbeitsmarktentwicklung zwar kleiner aus, doch ist er den Schätzungen zufolge nicht gesunken.¹⁵ Die Arbeitsproduktivität war zuletzt schwach und könnte somit das Lohnwachstum insgesamt gedämpft haben. Wird der gesamte Konjunkturzyklus betrachtet, so ist die geschätzte Korrelation zwischen dem Produktivitäts- und dem Lohnwachstum sehr schwach. Der geschätzte Beitrag der Produktivität zum tatsächlichen Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist sehr gering und weitgehend negativ.¹⁶ Zudem ergibt sich bei der Zerlegung eine positive Restgröße. Sie deutet auf das Vorhandensein einiger Faktoren hin, die von den erweiterten Modellen der Lohn-Phillips-Kurve nicht erfasst werden. Hierbei handelt es sich möglicherweise um die Wechselwirkung zwischen der angespannten Arbeitsmarktlage und der hohen Inflation. Gleichwohl könnte der nicht erklärbare Teil auch damit zusammenhängen, dass sich der Aufholprozess der Reallöhne nur in begrenztem Maße durch die Lohn-Phillips-Kurve abbilden lässt.¹⁷ Wird die Zerlegung des Lohnwachstums mit einer Teilmenge der ursprünglichen Spezifikationen der erweiterten Lohn-Phillips-Kurve durchgeführt und ist die Inflationskomponente dabei ausschließlich vergangenheitsbezogen, so erhöht sich für den Zeitraum nach der Pandemie die Relevanz der Inflationskomponente, während die Relevanz der Restgröße sinkt. Diese Beobachtung verdeutlicht, welche Rolle die zuletzt hohe Teuerung für das Lohnwachstum gespielt hat.

¹⁵ Professionelle Prognoseinstitute führen die hohe Lohninflation auch auf eine hohe Teuerung in der Vergangenheit und gestiegene Inflationserwartungen zurück. Sie gehen davon aus, dass sich das Lohnwachstum vor allem aufgrund der jüngsten Disinflation verlangsamen wird. Siehe EZB, [Survey of Professional Forecasters für das dritte Quartal 2024](#), Juli 2024.

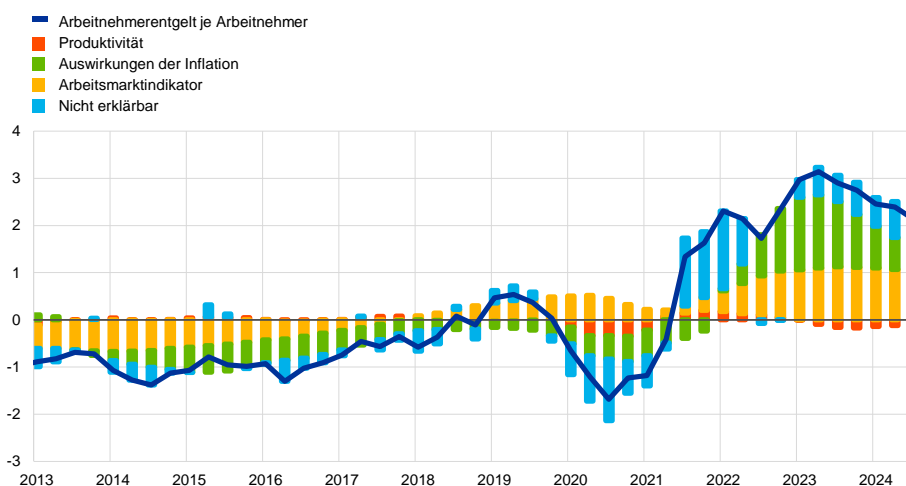
¹⁶ Die Daten für den Euroraum zeigen, dass das Wachstum der Reallöhne seit Anfang der 1990er-Jahre niedriger war als das Wachstum der Arbeitsproduktivität. Sie liefern kaum Belege für einen direkten Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen. Siehe M.-S. Pagliari, P. López-García, E. Bobeica und E. Lis, Assessating the link between productivity and wage growth, in: C. Nickel et al., a. a. O. Eine mögliche Erklärung für diese Entkopplung könnten Probleme bei der Messung der Arbeitsproduktivität sein. Siehe auch Work stream on productivity, innovation and technological progress, [Key factors behind productivity trends in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 268, 2021.

¹⁷ Zudem dürfte die Lohnentwicklung nach der Pandemie von fiskalischen Maßnahmen beeinflusst worden sein. Allerdings waren diese im Euroraum wahrscheinlich weniger relevant als in den Vereinigten Staaten. Siehe Ó. Jordà und F. Nechio, Inflation and wage growth since the pandemic, *European Economic Review*, Bd. 156, 2023.

Abbildung 8

Zerlegung des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer mithilfe der Lohn-Phillips-Kurve

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Durchschnitt aus verschiedenen Spezifikationen für das mittelwertbereinigte Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und die Produktivität wurden auf das erste und zweite Quartal 2020 interpoliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

Kasten 1

Zeitvarianz in der Steigung der Lohn-Phillips-Kurve

Colm Bates, Katalin Bodnár und Peter Healy

Aus Sicht der Geldpolitik bedarf es eines Verständnisses darüber, wie sich das Verhältnis zwischen der realen und der nominalen Wirtschaftsentwicklung verändert und wie sich der in der Lohn-Phillips-Kurve enthaltene Zusammenhang zwischen Inflation und Lohnwachstum darstellt. Die umfangreichen Schocks der jüngsten Vergangenheit rücken in immer weitere Ferne, und so kann nun beurteilt werden, ob diese spezifischen Schocks die Steigung der Lohn-Phillips-Kurve im Euroraum nur vorübergehend oder eher dauerhaft verändert haben. Allgemein liefert die Literatur kein schlüssiges Bild über eine zeitliche Varianz der Steigung der Lohn-Phillips-Kurve. Dies könnte teilweise mit der Vielfalt der verwendeten Methoden und Indikatoren zusammenhängen. Dennoch gibt es einige Hinweise auf eine Kurvenabflachung, insbesondere nach der globalen Finanzkrise.¹⁸ Belege für eine Veränderung der Lohn-Phillips-Kurve nach der Pandemie finden sich hingegen kaum.¹⁹ Der vorliegende Kasten befasst sich mit potenziellen Veränderungen im Euroraum seit der Pandemie.

¹⁸ C. Malikane, [A Traditional Nominal Wage Phillips Curve: Theory and Evidence](#), *Economic Record*, Bd. 99, Nr. 324, 2023, S. 108-121, stellt fest, dass sich die Inflationserwartungen mit der Einführung eines Inflationsziels zunehmend verankert haben, was zu einer Abflachung der Lohn-Phillips-Kurve in mehreren Industrieländern geführt hat. G. Bulligan und E. Viviano, [Has the wage Phillips curve changed in the euro area?](#), *IZA Journal of Labor Policy*, Bd. 6, Nr. 9, 2017, zeigen, dass sich die Lohn-Phillips-Kurve nach der globalen Finanzkrise vor allem in Deutschland abgeflacht hat.

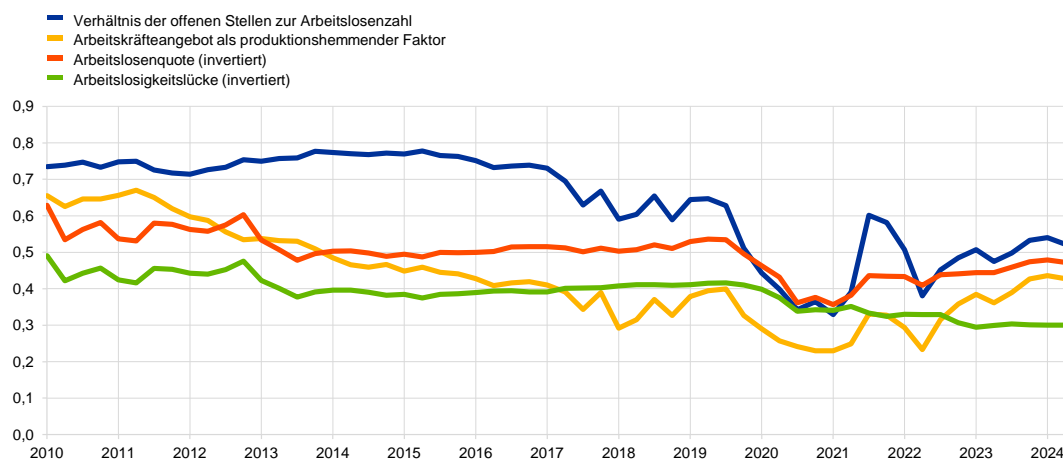
¹⁹ Einige Untersuchungen mit Schwerpunkt auf den Vereinigten Staaten ergaben indes keinerlei Hinweise auf eine Veränderung der Beziehung. S. Heise, J. Pearce und J. P. Weber, [A New Indicator of Labor Market Tightness for Predicting Wage Inflation](#), Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 9. Oktober 2024, entwickelten einen neuen Indikator für die Arbeitsmarkttension in den Vereinigten Staaten, konnten jedoch keine Anzeichen für eine Veränderung in der Beziehung zum Lohnwachstum der jüngsten Vergangenheit ausmachen.

Angesichts des Rekordtiefs der Arbeitslosenquote und der Reaktion der Lohninflation auf den unerwarteten Anstieg des allgemeinen Preisniveaus wäre allein aufgrund der Korrelation zwischen diesen beiden Entwicklungen zu vermuten, dass die Phillips-Kurve in den letzten Jahren steiler verlaufen ist. Die Verschiebung ergibt sich jedoch weitgehend aus vergangenen Inflationsschocks und deren Auswirkungen auf das Lohnwachstum. So liefern die auf einer rollierenden Stichprobe basierenden Schätzungen der Lohn-Phillips-Kurve auch keinerlei Hinweise auf eine Versteilung der Kurve (siehe Abbildung A). Sowohl der geschätzte Parameter des Verhältnisses der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl als auch der Indikator des Arbeitskräfteangebots als produktionshemmender Faktor sind etwas gestiegen, nachdem sie zuvor recht starke Schwankungen aufgewiesen hatten. Für die meisten Spezifikationen sind diese Veränderungen jedoch statistisch nicht signifikant. Die geschätzten Parameter für die Arbeitslosenquote und die Arbeitslosigkeitslücke sind – wie auch schon in der Vergangenheit – recht stabil. Auch der geschätzte Inflationsparameter weist keine wesentliche Veränderung auf, was allerdings damit zusammenhängen könnte, dass sich große Schocks wie der jüngste Inflationsschock in diesem linearen Modell nur schwer berücksichtigen lassen. Schätzungen mit rollierenden Zeitfenstern deuten auf eine gewisse Volatilität des Inflationsparameters hin, vor allem bei den langfristigen Inflationserwartungen.

Abbildung A

Parameterschätzungen für die zyklischen Messgrößen der Arbeitsmarktanspannung in der Lohn-Phillips-Kurve des Euroraums

(geschätzte Parameter)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Arbeitslosigkeitslücke ist definiert als die Differenz zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenquote und der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU). Die Parameterschätzungen basieren auf Schätzungen mit rollierenden Zeitfenstern von jeweils 15 Jahren ab 1995 und sind Durchschnitte aus den verschiedenen Spezifikationen. In den Schätzungen wird das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (linke Variable der Lohn-Phillips-Kurve) auf das erste und zweite Quartal 2020 interpoliert.

4 Was verrät der Wage Tracker der EZB über die Bedeutung des Inflationsausgleichs in Tarifverhandlungen?

Der Wage Tracker der EZB ermöglicht eine zeitnahe Betrachtung der Tarifverdienste. Lohnindikatoren werden mit einer erheblichen Verzögerung veröffentlicht. Wie im vorherigen Abschnitt dargelegt, war es daher zuletzt schwierig, die Lohnraten zu bewerten. Während der Hochinflationsphase zeigte sich ein besonders großer Bedarf an zeitnäheren Indikatoren und Ansätzen. Deren

Entwicklung ist mit dem von der EZB eingeführten Wage Tracker einen wichtigen Schritt vorangekommen. Der neue Lohnindikator basiert auf granularen Daten zu bestehenden Tarifverträgen.²⁰ Er liefert sowohl vergangenheitsbezogene Informationen zum Lohndruck, der sich aus den Tarifabschlüssen ergibt, als auch sehr zeitnahe zukunftsgerichtete Signale zum erwarteten Wachstum der Tarifverdienste in den kommenden Monaten.²¹ Er ist eine von mehreren neuen Datenquellen, mit deren Entwicklung die EZB nach Ausbruch der Corona-Pandemie begonnen hatte. Zu ihnen zählen auch neue umfragebasierte Lohnindikatoren.²²

Granulare Daten zu Tarifabschlüssen können dabei helfen, die Bedeutung des Inflationsausgleichs für Tarifverhandlungen zu erklären. Dank des Wage Trackers der EZB ist es nun leichter, die Entwicklung der seit 2022 allmählich steigenden Tarifverdienste im Euroraum zu antizipieren und die beträchtlichen länderspezifischen Unterschiede einzuordnen (siehe Abbildung 9). Um die Merkmale von Tarifvereinbarungen zu untersuchen, werden in diesem Aufsatz daher die granularen Daten des Wage Trackers der EZB verwendet. Insbesondere geht es dabei um die Frage, inwieweit der in den Verhandlungen geforderte Ausgleich bei den Reallöhnen zu allmählich stärker steigenden Tarifverdiensten beiträgt und die Zusammensetzung der Tarifverdienste bestimmt. Dabei wird zwischen strukturellen Zuwächsen (Veränderungen, die sich auf die Grundlöhne auswirken) und Lohnerhöhungen aufgrund von Einmalzahlungen unterschieden. Zudem wird die Bedeutung von institutionellen Faktoren für die Aufholgeschwindigkeit der Reallöhne beurteilt.²³

²⁰ Siehe C. Bates, V. Botelho, S. Holton, M. Roca I Llevadot und M. Stanislaw, a. a. O.; L. Górnicka, und G. Koester (Hrsg.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 338, 2024.

²¹ Siehe M. Bing, S. Holton, G. Koester und M. Roca I Llevadot, [Tracking euro area wages in exceptional times](#), Der EZB-Blog, 23. Mai 2024.

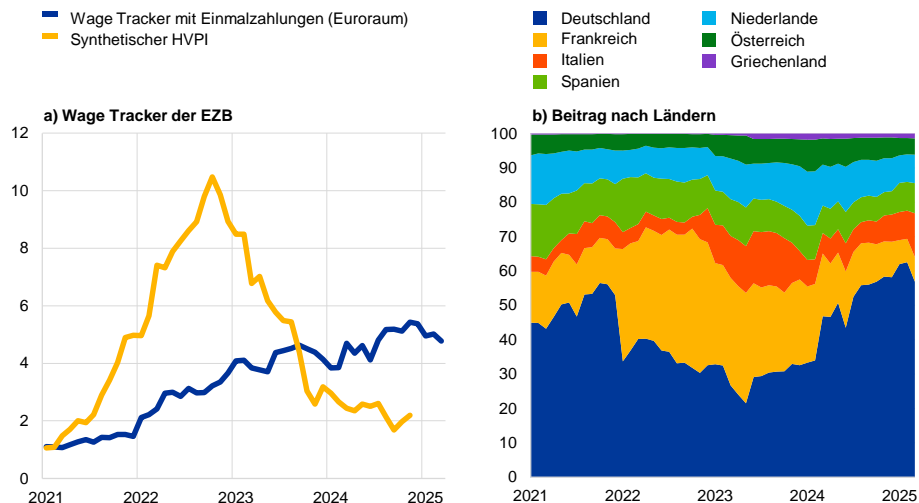
²² Siehe U. Baumann, A. Ferrando, D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko und T. Reinelt, [SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2949, 2024; K. Bankowska, P. Baptista, C. Bates, M. Dossche, O. Kouvavas und A. Tsiortas, [Tracking individual wages with the Consumer Expectations Survey](#), Poster Session während der fünften gemeinsamen Konferenz der EZB, der Bank of Canada und der Federal Reserve Bank of New York unter dem Titel „Expectations Surveys, Central Banks and the Economy“, Oktober 2024.

²³ Der Wage Tracker der EZB enthält detaillierte Informationen zu Einmalzahlungen in Deutschland, Italien und den Niederlanden.

Abbildung 9

Wage Tracker der EZB und Beiträge nach Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von Mikrodaten zu Tarifabschlüssen. Diese wurden bereitgestellt von der Deutschen Bundesbank, der Bank of Greece, der Banco de España, der Banque de France, der Banca d'Italia, der Oesterreichischen Nationalbank und vom niederländischen Arbeitgeberverband (AWVN).

Anmerkung: Zur Methodik siehe L. Górnicka und G. Koester (Hrsg.), a. a. O. Die Euroraum-Aggregate für den Wage Tracker der EZB und den synthetischen HVPI wurden anhand von Daten für Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Österreich und die Niederlande berechnet. Die Aggregation der Länder beruht auf den Gewichten der Arbeitnehmerentgelte, die sich aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ergeben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2025 (Wage Tracker der EZB) bzw. November 2024 (HVPI).

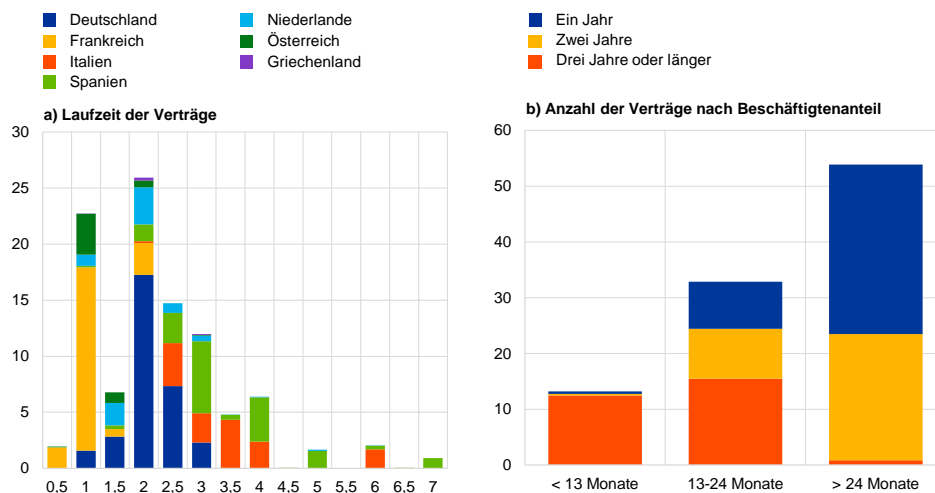
Ursächlich für die unterschiedlich rasch verlaufende Anpassung der Tarifverdienste an die Inflation ist unter anderem die Laufzeit vorangegangener Tarifverträge.

Institutionelle Faktoren wie die Häufigkeit von Tarifverhandlungen und die Laufzeit von Tarifverträgen können die Dynamik des zugrunde liegenden Lohndrucks beeinflussen. Um beurteilen zu können, inwieweit die Inflation auf die Löhne durchwirkt, ist es daher wichtig zu verstehen, wie schnell die Sozialpartner auf wirtschaftliche Schocks reagieren und Tarifvereinbarungen neu verhandeln können. Lange Vertragslaufzeiten schränken den Spielraum der Arbeitgeber ein, sich an makroökonomische Schocks anzupassen. Für die Beschäftigten stellen sie indes eine Absicherung hinsichtlich ihrer zukünftigen Vergütung dar, hängt diese doch weniger stark vom Konjunkturzyklus ab. In einer Hochinflationphase können lange Vertragslaufzeiten jedoch zu erheblichen Reallohnverlusten führen, insbesondere wenn die starken Inflationsschocks nicht in der vorangegangenen Tarifrunde berücksichtigt wurden. Ist die Inflation unerwartet hoch, dann kann eine lange Tariflaufzeit auch die Volatilität der Zeitreihen zu den Tarifverdiensten verstärken. In dem Fall muss nämlich die zwischenzeitlich entstandene große kumulierte Reallohnlücke in künftigen Tarifverhandlungen geschlossen oder verkleinert werden. Beispielsweise haben die Beschäftigten im Groß- und Einzelhandel in Deutschland kürzlich erstmals seit drei Jahren einen neuen Tarifvertrag verhandelt. Um den aufgestauten Reallohnverlust auszugleichen, vereinbarten sie im dritten Quartal 2024 hohe Einmalzahlungen sowie deutliche strukturelle Lohnsteigerungen, d. h. Erhöhungen der regulären Lohnzahlungen ohne Einmalzahlungen. Dies führte zu einem Rekordanstieg der Tarifverdienste (siehe Abbildung 1).

Wie sich an den Daten des Wage Trackers der EZB erkennen lässt, weichen die Tariflaufzeiten im Euroraum stark voneinander ab. In Frankreich und Österreich betragen sie durchschnittlich rund zwölf Monate. Tarifverträge in Deutschland, Italien, Spanien und den Niederlanden gelten hingegen in der Regel mindestens zwei Jahre. In Italien und Spanien weist die Verteilung der Beschäftigten nach Vertragsdauer mehrere Spitzen auf. Dort haben manche Verträge eine sehr lange Laufzeit von zum Beispiel fünf oder sechs Jahren, was in anderen Ländern unüblich ist (siehe Abbildung 10, Grafik a). Eine Aggregation der Wage-Tracker-Daten der EZB für den Euroraum veranschaulicht, dass für 13 % der Beschäftigten Tarifverträge mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr abgeschlossen wurden. Diese wurden seit 2021 mindestens dreimal neu verhandelt. Mit zunehmender Vertragslaufzeit nimmt die Häufigkeit der Neuverhandlungen naturgemäß ab. Ein Drittel der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sind an Tarifverträge mit ein- bis zweijähriger Laufzeit gebunden. Seit 2021 fallen viele neu abgeschlossene Verträge in diese Kategorie. Dies zeigt, dass Tarifverhandlungen zeitversetzt stattfinden und mitunter recht langwierig sind. Verträge mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren, von denen 54 % der Beschäftigten betroffen sind, wurden seit 2021 nur ein- oder zweimal neu verhandelt (siehe Abbildung 10, Grafik b).

Abbildung 10
Laufzeit und Anzahl der seit 2021 abgeschlossenen Tarifverträge nach Beschäftigtenanteil

(Grafik a: x-Achse – Vertragslaufzeit in Jahren; y-Achse – Dichte; Grafik b: in % der Beschäftigten)



Quelle: EZB-Berechnung auf Grundlage von Mikrodaten zu Tarifabschlüssen. Diese wurden bereitgestellt von der Deutschen Bundesbank, der Bank of Greece, der Banco de España, der Banque de France, der Banca d'Italia, der Oesterreichischen Nationalbank und vom niederländischen Arbeitgeberverband (AWVN).
 Anmerkung: Dichte gewichtet nach Anzahl der Beschäftigten. Die Berechnungen für Sektoren, in denen seit 2021 viele Tarifabschlüsse vereinbart wurden, basieren auf der durchschnittlichen Vertragsdauer und der durchschnittlichen Anzahl der Beschäftigten.

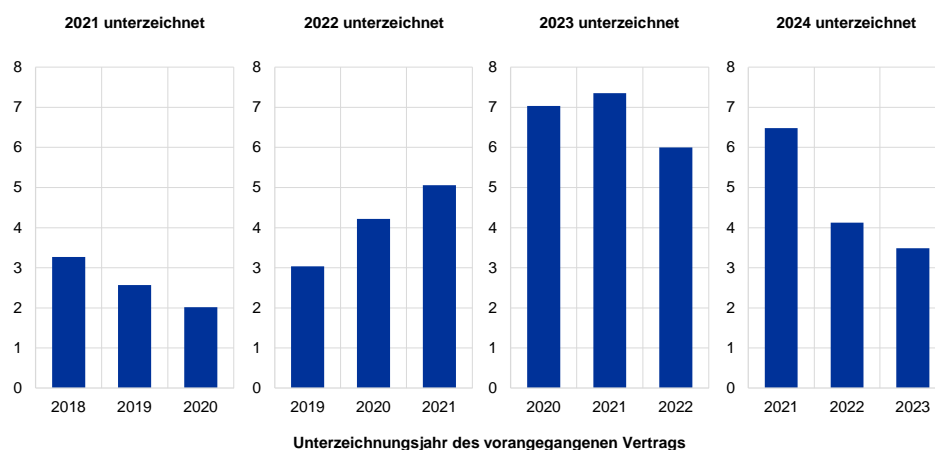
Bei kürzer laufenden Tarifverträgen kann das Lohnwachstum rascher an die Inflation angepasst werden. Das strukturelle Wachstum der Löhne, die jährlich neu verhandelt wurden, erhöhte sich von 2,0 % im Jahr 2021 auf 5,1 % im Jahr 2022 und 6,0 % im Jahr 2023, bevor es 2024 auf 3,5 % zurückging. In diesen Verträgen kommt zwar immer noch ein zeitlich gestaffelter Lohnanstieg zum Ausdruck, sie lassen aber auch darauf schließen, dass der von den Tarifverdiensten ausgehende Lohndruck weiter nachlassen wird, solange die Inflation nicht plötzlich erneut

anzieht. Bei Verträgen mit längerer Laufzeit ist eine langsamere strukturelle Lohnanpassung zu beobachten: Im Jahr 2022 fiel das Lohnwachstum geringer aus, 2023 und 2024 dagegen höher. Die länger laufenden Tarifverträge wiesen also eine schwächere unmittelbare Reaktion auf den Inflationsschub im Jahr 2022 und ein persistenteres und höheres Lohnwachstum in den Folgejahren auf. Allerdings nimmt der Lohndruck derzeit auch bei den längerfristigen Verträgen ab. Dies zeigte sich bereits 2024 an der Entwicklung des Lohnwachstums bei Verträgen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von zwei Jahren (siehe Abbildung 11).

Abbildung 11

Strukturelles Lohnwachstum nach Jahr der Unterzeichnung des aktuellen und des vorangegangenen Tarifvertrags

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



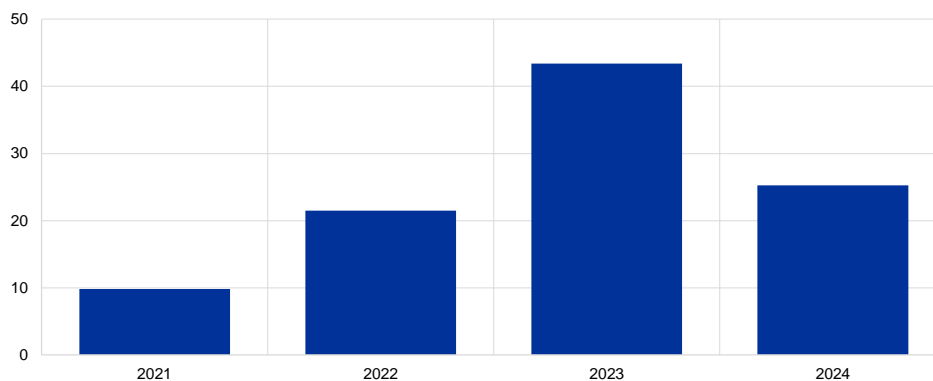
Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von Mikrodaten zu Tarifabschlüssen. Diese wurden bereitgestellt von der Deutschen Bundesbank, der Bank of Greece, der Banco de España, der Banque de France, der Banca d'Italia, der Oesterreichischen Nationalbank und vom niederländischen Arbeitgeberverband (AWVN).
Anmerkung: In jeder der vier Grafiken werden Verträge dargestellt, die im entsprechenden Jahr unterzeichnet wurden. Auf der x-Achse ist abgebildet, wann der vorangegangene Vertrag unterzeichnet wurde. Beim strukturellen Lohnwachstum wird lediglich ein Zeitraum von zwölf Monaten nach Inkrafttreten des Tarifvertrags berücksichtigt.

Da die meisten im Wage Tracker der EZB erfassten Beschäftigten ihre Löhne seit dem Einsetzen des Inflationsschubs neu verhandelt haben, verliert der Aufholfaktor bei den Reallöhnen derzeit an Bedeutung. Dies geht auch aus dem zukunftsgerichteten Lohnindikator hervor. Ein erheblicher Teil der Tarifverträge lief 2024 aus. Dies betraf mehr als 30 % der Beschäftigten, die vom EZB-Tracker erfasst werden. Im ersten Halbjahr 2025 laufen außerdem die Verträge von weiteren 15 % der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer aus. Die deutliche Mehrzahl dieser Verträge wurde 2023 oder 2024 abgeschlossen, was darauf hindeutet, dass die meisten Beschäftigten bereits Lohnerhöhungen oder Einmalzahlungen als Inflationsausgleich erhalten haben. Nur sehr wenige der Vereinbarungen, die bis zum zweiten Quartal 2025 neu verhandelt werden sollen, wurden seit 2023 nicht mindestens einmal erneuert. Dementsprechend ist davon auszugehen, dass die meisten Neuverhandlungen mit einem geringeren Lohnwachstum einhergehen werden als 2023 und 2024. Zurückzuführen ist dies unter anderem darauf, dass die Löhne bei Verträgen mit kürzerer Laufzeit flexibler oder zeitnäher angepasst werden (siehe Abbildung 12). Zusammen mit der geringeren Lohndrift wird dies den allgemeinen Lohndruck verringern.

Abbildung 12

Anteil der Beschäftigten mit auslaufenden Tarifverträgen nach Jahr der Unterzeichnung

(in % der Beschäftigten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von Mikrodaten zu Tarifabschlüssen. Diese wurden bereitgestellt von der Deutschen Bundesbank, der Bank of Greece, der Banco de España, der Banque de France, der Banca d'Italia, der Oesterreichischen Nationalbank und vom niederländischen Arbeitgeberverband (AWVN).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil der Beschäftigten, deren Tarifvertrag im Zeitraum vom ersten Quartal 2024 bis zum zweiten Quartal 2025 ausgelaufen ist oder noch auslaufen wird, aufgeschlüsselt nach Jahr der Unterzeichnung.

Kasten 2

Lohnentwicklung und das Durchwirken von Schocks auf die Inflation

Antoine Kornprobst und Carlos Montes-Galdón

In diesem Kasten werden die Bestimmungsfaktoren der Lohn- und Inflationsentwicklung sowie die Verflechtung dieser beiden Größen in der jüngsten Hochinflationsphase erläutert. Hierzu wird das semistrukturale Modell von Bernanke und Blanchard herangezogen.²⁴ Mithilfe des Modells werden die Ursachen von Lohnwachstum und Inflation identifiziert, wobei die dynamischen Beziehungen zwischen Preisen, Löhnen und Erwartungen vollständig berücksichtigt werden. Dazu zählt neben den Effekten der exogenen Schocks, die seit dem ersten Quartal 2020 auf die Wirtschaft des Euroraums eingewirkt haben, auch der Einfluss der Ausgangslage, wie sie im ersten Quartal 2020 vorherrschte. Mit Letzterer werden die dynamischen Effekte des vor der Pandemie bestehenden makroökonomischen Umfelds erfasst. Anhand des Modells lässt sich insbesondere verdeutlichen, wie sich Inflation und Lohnwachstum gegenseitig bedingen. Zudem zeigt es, welche entscheidende Rolle die Löhne bei der Übertragung von Schocks auf die Teuerung im Euroraum spielen.

Im Modell werden die Tarifverdienste nicht nur durch das langfristige Produktivitätswachstum und den Grad der Unterauslastung bzw. der Anspannung am Arbeitsmarkt bestimmt (gemessen als Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl), sondern auch durch Preisschocks. Die Tarifabschlüsse spiegeln nämlich einen Ausgleich sowohl für unerwartete als auch für erwartete Inflationsentwicklungen wider. Hierdurch sollen nach einem Inflationsschub Reallohnverluste wettgemacht und weitere Verluste verhindert werden. Über die im Modell enthaltene Preisgleichung fließen wiederum die Löhne in die Kostenstruktur der Unternehmen ein und werden dann nach und nach an die Verbraucherinnen und Verbraucher weitergegeben. Im Zuge des Inflationsschubs beschleunigte sich das Wachstum der Tarifverdienste deutlich. Die nach der Pandemie aufgetretenen Schocks, vor allem jene infolge der höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise, der

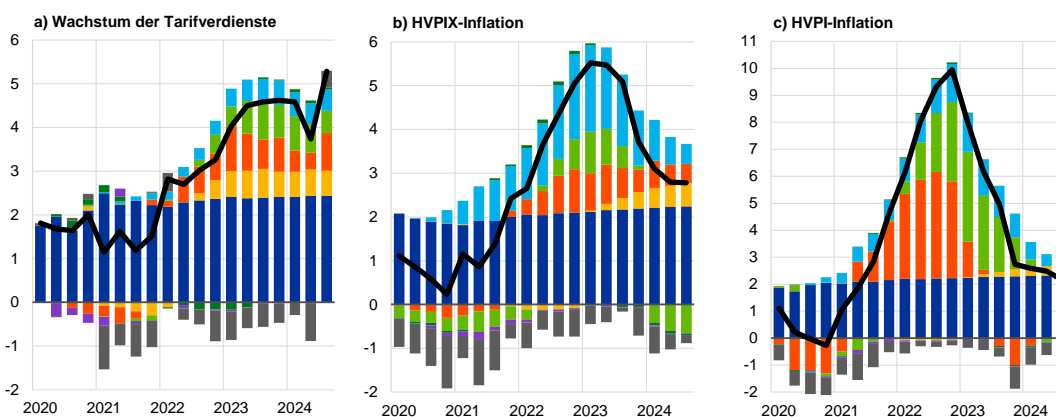
²⁴ Siehe B. S. Bernanke und O. J. Blanchard, An Analysis of Pandemic-Era Inflation in 11 Economies, Working Paper des NBER, Nr. 32532, 2024; Ó. Arce et al., a. a. O.

globalen Lieferkettenengpässe und in gewissem Maße auch der angespannten Arbeitsmarktlage, trugen rund 3 Prozentpunkte zu diesem Anstieg bei (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Ursachen des jährlichen Lohnwachstums und der Inflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Ó. Arce et al., a. a. O.

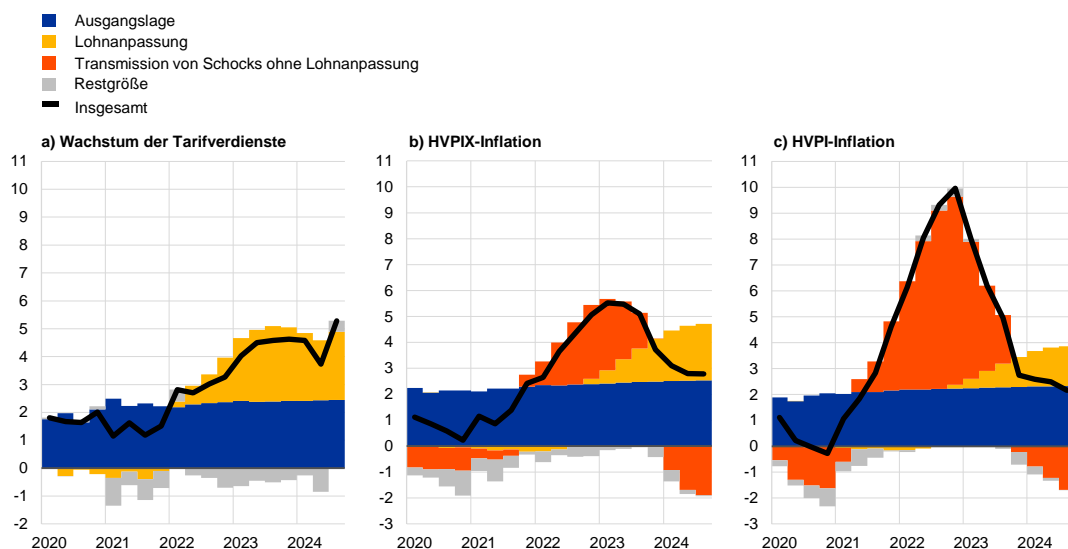
Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine Zerlegung der Ursachen des jährlichen Wachstums der Tarifverdienste, der HVPIX-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) sowie der HVPI-Inflation basierend auf dem vollständigen Modell und den impliziten Impulsantwortfunktionen.

Die dynamische Zerlegung des Lohnwachstums im Euroraum und der (zugrunde liegenden) Inflation verdeutlicht, dass die Reaktion der Löhne auf die postpandemischen Schocks seit dem ersten Quartal 2022 zunehmend auf die Preise durchschlägt (siehe Abbildung B). Die Ergebnisse der Untersuchung belegen, dass das Lohnwachstum verzögert auf die Inflation und anschließend die Inflation auf das Lohnwachstum reagiert. Darin kommt zum Ausdruck, dass es aufgrund von Rigiditäten am Arbeitsmarkt Zeit braucht, bis die Löhne auf Preiserhöhungen reagieren. Zugleich zeigt sich aber auch, dass die Preise der Unternehmen träge sind, und höhere Arbeitskosten nicht sofort auf die Verbraucherpreise überwältigt werden. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Lohndynamik noch immer einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausübt. Zwar hat die Wirkung der vergangenen Preisschocks nachgelassen, doch hat sich diese bis zum dritten Quartal 2024 nach wie vor in den Löhnen niedergeschlagen.

Abbildung B

Direkte und indirekte Auswirkungen von Preisschocks auf die Inflation und Zweitrundeneffekte über die Löhne

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Ó. Arce et al., a. a. O.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine Zerlegung der Ursachen des jährlichen Wachstums der Tarifverdienste, der HVPIX-Inflation sowie der HVPI-Inflation im Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum zweiten Quartal 2024 basierend auf dem vollständigen Modell und den impliziten Impulsantwortfunktionen. Die Beiträge der „Lohnanpassung“ ergeben sich aus der Differenz zwischen der dynamischen Simulation und einer kontrafaktischen dynamischen Simulation, bei der die Löhne seit dem ersten Quartal 2020 nicht auf Schocks reagiert haben.

Seitdem die Preisschocks die Teuerung nicht mehr so stark ankurbeln, spielt der Lohnkanal eine immer bedeutendere Rolle für die Inflationsdynamik. Daher ist die Beobachtung des Lohnwachstums unerlässlich, um die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität bewerten zu können. Sofern künftig keine weiteren schweren Preisschocks auftreten, wird sich das Lohnwachstum normalisieren und damit die Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 % unterstützen.

5 Schlussbemerkungen

Die Wirkung der außergewöhnlichen Schocks der letzten Jahre lässt allmählich nach. Daher geht auch das Lohnwachstum nach und nach zurück.

Das Lohnwachstum beeinflusst die Inflationsaussichten maßgeblich. Seine Bestimmungsfaktoren zu kennen, ist somit außerordentlich wichtig. Der Ansatz der erweiterten Lohn-Phillips-Kurve deutet darauf hin, dass der Aufholprozess bei den Reallöhnen der Hauptgrund für die zuletzt hohen Lohnzuwächse war. Doch auch die angespannten Arbeitsmärkte trugen das Ihrige dazu bei. Eine untergeordnete Rolle spielte dagegen das Produktivitätswachstum. Der geschätzte preistreibende Effekt ist auf die Entwicklung der vergangenen Inflation zurückzuführen und bildet – wenn auch unvollständig – den Aufholprozess bei den Reallöhnen ab. Dieser Faktor verliert langsam an Bedeutung, wie auch die granularen Daten des Wage Trackers der EZB belegen. Hierdurch schwächt sich das Lohnwachstum etwas ab, was noch

durch die rückläufige Nachfrage nach Arbeitskräften verstärkt wird. Der Lohnkanal spielt zugleich eine zentrale Rolle bei der Erklärung der Inflationsdynamik, weshalb die Beobachtung der Lohnentwicklung nach wie vor relevant ist.

3 Bedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU und ihre Finanzierung

Malin Andersson, Petra Köhler-Ulbrich und Carolin Nerlich¹

1 Einleitung

Die Transformation zu einer klimaneutralen Wirtschaft stellt für die EU eine wesentliche Herausforderung dar und erfordert bis 2030 und darüber hinaus umfangreiche Investitionen. Klimabedingte Katastrophen in Europa und anderswo nehmen an Häufigkeit und Intensität zu. Aus diesem Grund sind beträchtliche Investitionen notwendig, um die Wirtschaft rasch zu dekarbonisieren und die EU an den Klimawandel anzupassen. Schätzungen zufolge müssten bis zum Ende dieses Jahrzehnts für Investitionen und CO₂-arme Gebrauchsgüter zusätzlich jedes Jahr 2,7 % bis 3,7 % des 2023 in der EU ausgewiesenen BIP aufgewendet werden. Verzögerungen bei der Dekarbonisierung, insbesondere auf globaler Ebene, würden die Übergangs- und Anpassungskosten noch weiter in die Höhe treiben. Gleichzeitig hätte eine auf Investitionen basierende Transformation zu einer CO₂-armen Wirtschaft einen weitreichenden Strukturwandel zur Folge, der sich auf das Wachstum, die Preise und den Finanzsektor auswirken dürfte. Daher beobachtet die EZB die Entwicklungen genau, wie im vorliegenden Aufsatz dargelegt wird.²

Für die grüne Transformation werden erhebliche Mittel benötigt. Um die oben genannten Ziele zu erreichen, kommt dem privaten Sektor bei der Finanzierung grüner Investitionen eine entscheidende Rolle zu – nicht zuletzt aufgrund derzeit beschränkter öffentlicher Mittel. Während von Banken ein erheblicher Beitrag zur Finanzierung der grünen Transformation erwartet wird, müssen die Kapitalmärkte in Europa noch an Größe gewinnen und vollständiger zusammenwachsen, um grüne Innovationen und Start-up-Unternehmen stärker zu unterstützen. Der öffentliche Sektor kann bei der Förderung privater Investitionen in die grüne Transformation eine wichtige Rolle spielen. Im Rahmen des bestehenden fiskalischen Spielraums kann er dazu beitragen, die Finanzierungskosten von Kreditnehmern zu verringern und die Risiken grüner Investitionen abzubauen.

Strukturreformen in Verbindung mit einem guten Geschäftsumfeld spielen für die grüne Transformation eine Schlüsselrolle. Hindernisse für den ökologischen Wandel sind unter anderem der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften im Bereich umweltfreundlicher und nachhaltiger Technologien, Schwierigkeiten bei der Gründung grüner Unternehmen und Unsicherheiten in Bezug auf künftige Klimastrategien. Ziel der Politik sollte es sein, strukturelle Rigiditäten abzubauen, die

¹ In Zusammenarbeit mit Laurent Abraham, Krzysztof Bańkowski, Tina Emambakhsh, Annalisa Ferrando, Charlotte Grynberg, Johannes Groß, Lucia Hoendervangers, Vasileios Kostakis, Daphne Momferatou, Carlo Pasqua, Matthias Rau-Goehring, Erzsebet-Judit Rariga, Desislava Rusinova, Ralph Setzer, Martina Spaggiari, Fabio Tamburrini, Josep Maria Vendrell Simon und Francesca Vinci.

² Grüne Investitionen und ihre Finanzierung sind eines der zentralen Themen des im Januar 2024 veröffentlichten [Klima- und Umweltplans 2024-2025 der EZB](#).

Effizienz von Regulierung und Verwaltung zu verbessern und grüne Innovationen zu fördern. Strukturreformen können Anreize dafür bieten, dass Unternehmen, private Haushalte und Investoren ihre Aktivitäten im Bereich der grünen Investitionen verstärken.

Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Aufsatz untersucht, wie hoch der Bedarf an grünen Investitionen in der EU ist und wie sie finanziert werden können. Abschnitt 2 untersucht eine Bandbreite an Schätzungen mehrerer Institutionen zum Bedarf an klimafreundlichen Investitionen. Abschnitt 3 erörtert die Rolle des privaten Sektors, insbesondere der Banken, bei der Finanzierung der grünen Transformation sowie zur Rolle des öffentlichen Sektors bei der Unterstützung klimafreundlicher Investitionen. In Abschnitt 4 werden die wesentlichen Hindernisse für diese Transformation und politische Handlungsoptionen zu ihrer Überwindung untersucht. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.³

2 Schätzungen zum Bedarf an klimafreundlichen Investitionen

In der EU werden in den kommenden Jahrzehnten beträchtliche Investitionen erforderlich sein, um den ökologischen Wandel zu ermöglichen, die Treibhausgasemissionen bis 2030 gegenüber dem Stand von 1990 um 55 % zu senken und bis 2050 Netto-Null-Emissionen zu erreichen. Eine Analyse der Europäischen Kommission zeigt, dass von 2011 bis 2020 in der EU zur Verringerung der Treibhausgasemissionen im Durchschnitt jährlich 764 Mrd. € investiert wurden (siehe Abbildung 1, Grafik a). Das entspricht etwa 5,1 % des EU-weiten BIP im Jahr 2023. Laut Schätzungen der Kommission ist ein Mehrbedarf an klimafreundlichen Investitionen von 477 Mrd. € pro Jahr bzw. 3,2 % des EU-weiten BIP 2023 notwendig, um das bis 2030 gesetzte Ziel zu erreichen.⁴ Insgesamt werden jährlich klimafreundliche Investitionen in Höhe von etwa 1,2 Bio. € bzw. 8,3 % des EU-weiten BIP 2023 benötigt. Die hier verwendete Definition „klimafreundlicher“ bzw. „grüner“ Investitionen ist breiter gefasst als die in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen verwendete Definition der Bruttoanlageinvestitionen, da sie auch CO₂-arme Gebrauchsgüter wie Elektrofahrzeuge umfasst. Ein beträchtlicher Teil dieser Investitionen wird jedoch nicht zusätzlich aufgewendet, sondern ist vielmehr Ersatz für Investitionsgüter und den Kauf von Gebrauchsgütern, die nicht als „grün“ gelten. Dies wird im Folgenden erörtert. So ersetzt der Kauf von Elektroautos den Erwerb von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor. Gleiches gilt für den Einbau neuer Heizungssysteme.

³ Für weitere Informationen siehe C. Nerlich, P. Köhler-Ulbrich und M. Andersson et al., [Investing in Europe's green future – Green investment needs, outlook and obstacles for funding the gap](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 367, 2024.

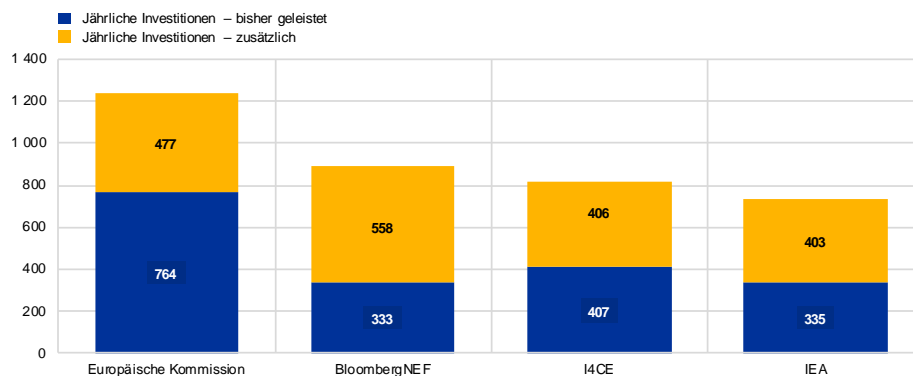
⁴ Siehe Europäische Kommission, [Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity](#), Commission Staff Working Document, 2023. Die für RePowerEU, das Netto-Null-Industrie-Gesetz und die Umweltziele vorgesehenen Investitionen würden etwa 620 Mrd. € jährlich betragen (siehe Europäische Kommission, [Strategische Vorausschau 2023](#), 2023).

Abbildung 1

Schätzungen zum jährlichen Gesamtbedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU

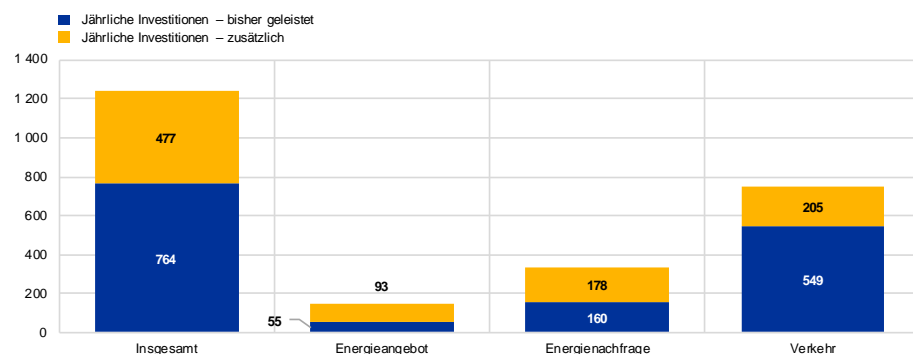
a) Schätzungen zum Gesamtbedarf an klimafreundlichen Investitionen

(in Mrd. €, jährlich bis 2030)



b) Schätzungen der Europäischen Kommission nach Kategorie

(in Mrd. €, jährlich bis 2030)



Quellen: Europäische Kommission, BloombergNEF, Institute for Climate Economics (I4CE), Internationale Energieagentur (IEA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzungen der zusätzlichen Investitionen spiegeln den jährlichen Bedarf bis 2030 wider, der sich neben den bisherigen Investitionen zur Erreichung der Ziele des „Grünen Deals“ für 2030 ergibt. Der Gesamtbedarf an klimafreundlichen Investitionen ist die Summe aus bisher geleisteten und zusätzlichen Investitionen in der EU. Grafik a zeigt die Schätzungen der verschiedenen Institutionen zum jährlichen Bedarf an grünen Investitionen bis 2030. Die bisher geleisteten Investitionen beziehen sich auf Jahresdurchschnitte: Europäische Kommission (2011-2020), BloombergNEF (2023), I4CE (2022) und IEA (2021-2023). Die Schätzungen von IEA und BloombergNEF sind um Investitionen in fossile Brennstoffe bereinigt. Bei BloombergNEF beziehen sich die Angaben zu den bisher geleisteten Investitionen auf die EU27. Dagegen umfasst die Schätzung zum zusätzlichen Investitionsbedarf die EU27 zusammen mit Norwegen und der Schweiz, da kein EU-Durchschnitt vorliegt. Grafik b zeigt die Schätzungen der Europäischen Kommission zum Bedarf an klimafreundlichen Investitionen. Die bisher geleisteten Investitionen beziehen sich auf den Zeitraum 2011 bis 2020.

Die Schätzungen zum Bedarf an klimafreundlichen Investitionen

unterscheiden sich je nach Institution sowohl beim Gesamtbedarf als auch bei den zusätzlich benötigten Investitionen. Verglichen mit den Angaben der

Europäischen Kommission zum Gesamtbedarf an klimafreundlichen Investitionen sind die Zahlen der anderen Institutionen deutlich niedriger. Grund hierfür sind vor allem geringere Schätzungen der bisher geleisteten Investitionen (siehe Abbildung 1, Grafik a). Der geschätzte Mehrbedarf an klimafreundlichen Investitionen, d. h. der Betrag, der jedes Jahr zusätzlich zu den bereits getätigten Investitionen benötigt wird, bewegt sich bis 2030 in einer Spanne von etwa 400 Mrd. € (Internationale Energieagentur (IEA) und Institute for Climate Economics (I4CE)) bis 558 Mrd. € (BloombergNEF (BNEF)). Daraus folgt, dass bis zum Ende dieses Jahrzehnts pro Jahr ein Mehrbedarf an grünen Investitionen von 2,7 % bis 3,7 % des EU-weiten BIP

2023 benötigt wird. Da Schätzungen zum Bedarf an klimafreundlichen Investitionen mit einer hohen Unsicherheit behaftet sind, greifen die meisten Studien auf eine Reihe von Szenarien zurück.⁵

Die Abweichungen lassen sich hauptsächlich auf Unterschiede bei der Abdeckung und Abgrenzung der Sektoren sowie bei den zugrunde liegenden Methoden zurückführen. Je nachdem, ob die Gesamtkosten klimafreundlicher Investitionen berücksichtigt werden oder nur die Mehrkosten gegenüber alten Technologien, gehen die Schätzungen auseinander. So enthalten die Angaben der Europäischen Kommission und des I4CE für den Bereich Verkehr die gesamten Produktionskosten für Elektrofahrzeuge, während die IEA lediglich die Batteriekosten berücksichtigt. Zudem kommt es darauf an, wie die einzelnen Sektoren definiert und welche Bereiche von ihnen abgedeckt werden. Beispielsweise schließen BNEF und IEA Investitionen in Wasserstoff, Kernenergie und CO₂-Abscheidung mit ein; jedoch berücksichtigt nur BNEF klimafreundliche Investitionen in der Seeschifffahrt. Auch der geschätzte Investitionsbedarf für die Erhöhung der Energieeffizienz von Gebäuden unterscheidet sich von Institution zu Institution erheblich. Manche lassen den Gebäudesektor in ihren Schätzungen unberücksichtigt.

Eine genauere Betrachtung der sektoralen Schätzungen zeigt große Unterschiede beim Investitionsbedarf der einzelnen Sektoren auf. Laut Europäischer Kommission besteht in absoluter Betrachtung der größte Investitionsbedarf im Verkehrswesen. Insgesamt werden jährlich 754 Mrd. € für den Übergang zur Treibhausgasneutralität benötigt (siehe Abbildung 1, Grafik b). Der weitaus größte Anteil mit etwa 80 % entfällt auf Investitionen in den Straßenverkehr. Dazu gehören die Personenbeförderung, die Ladeinfrastruktur für Elektrofahrzeuge, aber auch der Güterverkehr. Relativ betrachtet entfällt jedoch der größte Anstieg an klimafreundlichen Investitionen auf die Versorgung mit sauberer Energie. Um eine Dekarbonisierung der Energieversorgung zu erreichen, müssen die Investitionen in diesem Sektor im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten bis 2030 jährlich um einen Faktor von etwa 1,7 ansteigen.

Der geschätzte Mehrbedarf an klimafreundlichen Investitionen sollte angesichts des Investitionsdefizits und der lediglich selektiven Sektorenabdeckung als Untergrenze angesehen werden. Trotz der jüngsten Fortschritte erreicht die klimafreundliche Investitionstätigkeit in Europa bislang nicht die Werte, die bis 2030 jährlich benötigt würden, um das Dekarbonisierungsziel zu erreichen. Vor allem während der Pandemie waren die Zielverfehlungen erheblich. Die beträchtliche Lücke zur Zielvorgabe kann nur durch ein Mehr an Investitionen in den verbleibenden Jahren bis 2030 aufgefangen werden.⁶ Bleiben diese aus, hätte eine Verzögerung der grünen Transformation zusätzliche Anpassungskosten zur

⁵ Die in Abbildung 1 dargestellten Schätzungen spiegeln das ehrgeizigste Szenario wider, um die Klimaziele bis 2030 zu erreichen. Im Falle von BNEF gilt dies für das Netto-Null-Szenario. Demnach wird die EU den Ausbau von Technologien zur Emissionsverringerung noch stärker forcieren, um bis 2050 Netto-Null-Emissionen zu erreichen. Die IEA geht in ihrem ambitionierten Szenario davon aus, dass das Ziel der EU zur Emissionsreduzierung von 55 % bis 2030 erreicht wird. Siehe BloombergNEF, *New Energy Outlook 2024*, Mai 2024 und IEA, *World Energy Investment 2024*, Juni 2024.

⁶ Gleichwohl werden bahnbrechende grüne Innovationen und ein günstiger Einfluss klimafreundlicher Investitionen auf das Potenzialwachstum den zusätzlichen Investitionsbedarf für den ökologischen Wandel mindern.

Folge.⁷ Gründe für die Investitionslücken sind womöglich ein erschwerter Zugang zu Finanzmitteln oder hohe Finanzierungskosten sowie politische Rahmenbedingungen, die, wie nachfolgend erörtert, die grüne Transformation nicht unterstützen oder gar behindern. Ein weiterer Grund dafür, dass der tatsächliche Investitionsbedarf möglicherweise unterschätzt wird, liegt in der sektoralen Abdeckung. Wie bereits erwähnt, decken manche Schätzungen nicht das gesamte Spektrum an Sektoren ab, die der ökologische Wandel betrifft. Die hier genannten Werte sollten vor diesem Hintergrund als Untergrenze angesehen werden.

3 Finanzierung klimafreundlicher Investitionen

Die Transformation zu einer klimaneutralen Wirtschaft erfordert umfangreiche Mittel, gerade vonseiten des privaten Sektors, aber mit Unterstützung durch den öffentlichen Sektor. In diesem Abschnitt werden beide Finanzierungsquellen betrachtet.

Die Rolle der Banken und Finanzmärkte

Bei der Finanzierung der grünen Transformation im Euroraum dürfte den Banken eine zentrale Rolle zukommen. Die hierfür benötigten Finanzmittel sind beträchtlich. Erwartet wird, dass diese weitgehend vom privaten Sektor bereitgestellt werden. Die von den Banken im Euroraum ausgereichten Kredite decken fast 60 % der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und mehr als 80 % der Verschuldung privater Haushalte im Eurogebiet ab. Die Banken tragen deshalb bislang entscheidend zur Finanzierung von Tätigkeiten bei, die zur Freisetzung von Treibhausgasemissionen führen.⁸ Aufgrund dessen wird erwartet, dass die Banken auch eine wichtige Rolle bei der Finanzierung der grünen Transformation spielen. Der Treibhausgasausstoß von Unternehmen im Euroraum, der sich auf Bankfinanzierungen zurückführen lässt, ging von 2018 bis 2021 insgesamt zurück. Dennoch schlagen die Emissionen der Unternehmen bei den Banken sehr zu Buche (siehe Abbildung 2).⁹ Das Ausmaß dieser Emissionen variiert je nach Branche beträchtlich, ist aber im verarbeitenden Gewerbe, im Energie- und im Verkehrssektor

⁷ „Anpassung“ bedeutet hier, die negativen Auswirkungen des Klimawandels zu antizipieren und angemessene Maßnahmen zu ergreifen, um mögliche Schäden zu verhindern oder zu minimieren, oder aber Chancen zu nutzen, die sich daraus ergeben. Siehe Europäische Umweltagentur, [What is the difference between adaptation and mitigation?](#), 2024. Laut Weltbank liegen die klimabezogenen Anpassungskosten in der EU schätzungsweise in einer Spanne von 15 Mrd. € bis 64 Mrd. € jährlich bis 2030 (siehe Weltbankgruppe, [Climate Adaptation Costing in a Changing World](#), 2024).

⁸ Als Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum gelten Kredite von Banken im Eurogebiet, von Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors und aus der übrigen Welt sowie von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierte Schuldverschreibungen. Die Verschuldung privater Haushalte im Euroraum ist definiert als Summe aller von Banken im Euroraum, Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors und anderen Kreditgebern (Staat, Unternehmen, private Haushalte und übrige Welt) vergebenen Kredite.

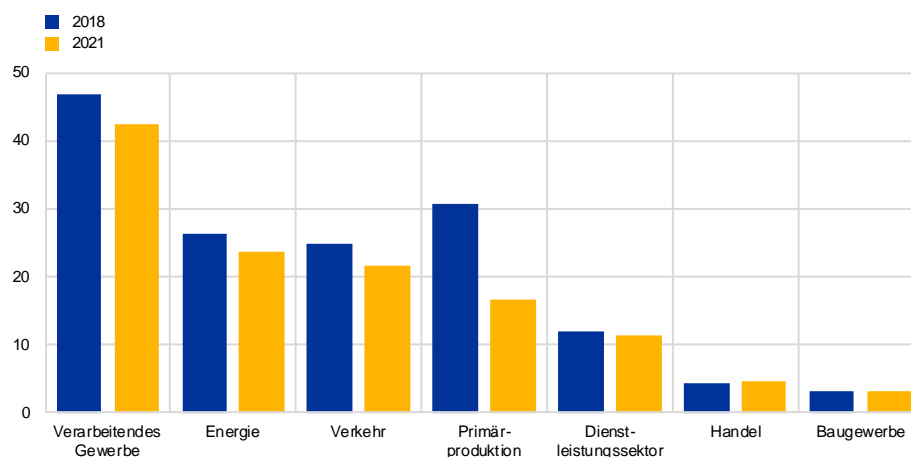
⁹ Eine eingehende Darstellung der analytischen Indikatoren zu Treibhausgasemissionen und ihren Nachteilen findet sich auf der [Website](#) der EZB. Siehe auch Statistics Committee Expert Group on Climate Change and Statistics and Working Group on Securities Statistics, [Climate change-related statistical indicators](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 48, 2024.

besonders groß und unterstreicht, welche Herausforderungen diese Sektoren in der grünen Transformation noch zu bewältigen haben.

Abbildung 2

Treibhausgasausstoß von Unternehmen nach Branchen, der sich auf die Finanzierung durch Banken im Euroraum zurückführen lässt

(in Mio. Tonnen Scope-1-Emissionen, Einzelinstitutsebene)



Quellen: EZB (AnaCredit, RIAD), ESZB-Berechnungen, Europäische Kommission und Eurostat.

Anmerkung: Die Balken beziehen sich auf den EZB-Indikator zu finanzierten Emissionen. Er zeigt den Treibhausgasausstoß der Unternehmen im Euroraum, der sich auf die Finanzierung durch Banken im Euroraum zurückführen lässt. Die Sektorklassifizierung erfolgt nach NACE Rev. 2. Die jüngsten verfügbaren Daten beziehen sich auf 2021.

Banken berücksichtigen in ihren Kreditvergabebedingungen Klimarisiken, und zwar sowohl in Bezug auf Transitionsrisiken als auch im Hinblick auf physische Risiken.

In der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum](#) vom Juli 2024 gaben die Banken an, dass sie den Unternehmen einen klimabezogenen Nachlass gewährten, die einen geringen Treibhausgasausstoß aufwiesen sowie den Unternehmen, die sichtbare Fortschritte auf dem Weg zur grünen Transformation zeigten (siehe Abbildung 3, Grafik a). Unternehmen mit hohen Treibhausgasemissionen hingegen, die bisher keinen glaubwürdigen Transitionsplan vorlegten oder diesbezüglich kaum Fortschritte erzielten, werden in den Kreditvergabebedingungen mit einer Klimarisikoprämie belegt. Eine Bank kann einen Kreditantrag auch ablehnen, wenn sie die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells eines Unternehmens anzweifelt oder mittelfristig ein höheres Unternehmensausfallrisiko erkennt.¹⁰ Daran wird ersichtlich, dass für Banken Transitionsrisiken ein relevantes Kreditrisiko darstellen, das restriktivere Kreditbedingungen zur Folge hat (siehe Abbildung 3, Grafik b). Darüber hinaus geht die Finanzierung von Investitionen in innovative grüne Technologien in der Regel mit einem höheren Kreditrisiko einher und verteuert sie. Die Banken bewerten zudem die physischen Risiken eines Unternehmens, die oft mit dessen geografischer Lage zusammenhängen, als relevante Risiken bei ihrer klimabezogenen Bonitätsbeurteilung. Diese können nämlich den Wert von Sicherheiten und generell den Unternehmenswert beeinflussen (siehe die blauen Balken in Abbildung 3, Grafik b). Die Bedeutung

¹⁰ Siehe C. Altavilla, M. Boucinha, M. Pagano und A. Polo, [Climate Risk, Bank Lending and Monetary Policy](#), Discussion Paper, DP18541, Centre for Economic Policy Research, 2023.

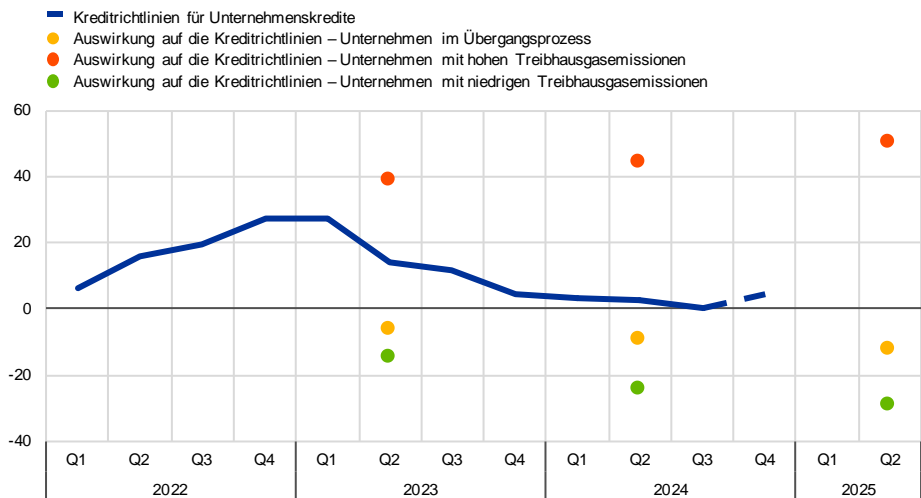
dieser klimabezogenen Risiken dürfte mit der Zeit zunehmen (siehe die gelben Balken).

Abbildung 3

Veränderungen der Richtlinien der Banken für Kredite an Unternehmen und Auswirkungen des Klimawandels auf die Kreditvergabebedingungen der Banken und die Kreditnachfrage

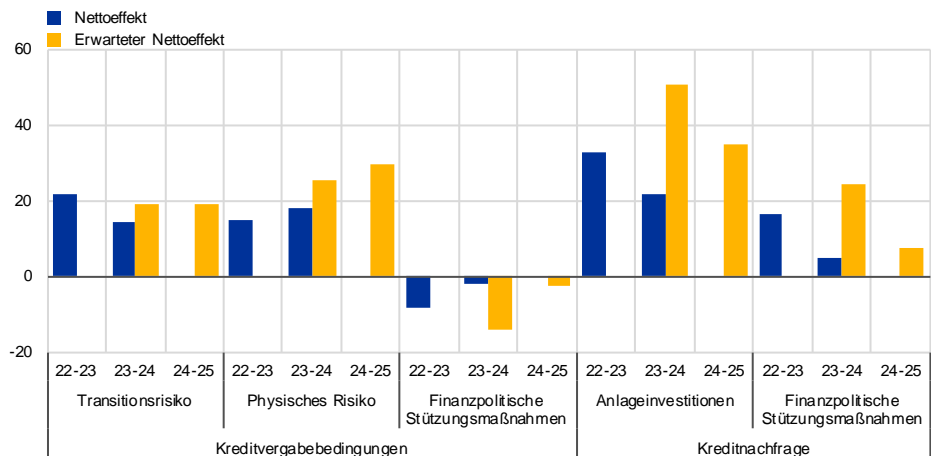
a) Veränderungen der Richtlinien der Banken für Kredite an Unternehmen und Auswirkungen des Klimawandels

(Nettoanteil der Banken)



b) Ausgewählte klimabezogene Faktoren mit Auswirkungen auf die Kreditvergabebedingungen und die Kreditnachfrage

(Nettoanteil der Banken)



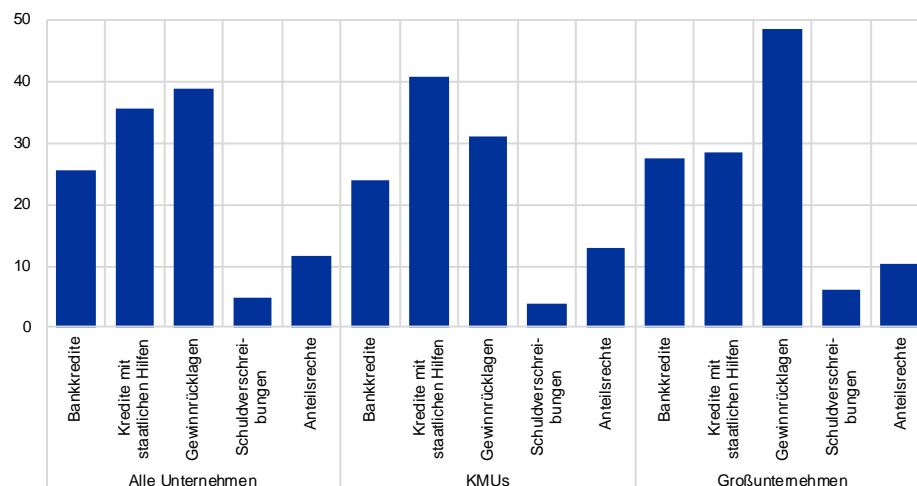
Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a) wird der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die eine Straffung der Kreditrichtlinien (blaue Linie) oder einen restriktiveren Einfluss des Klimawandels (Punkte) meldeten, und dem Anteil der Banken, die von einer Lockerung oder einem lockernden Effekt berichteten. Die durchgezogene Linie bezieht sich auf die tatsächlichen Werte der vergangenen drei Monate, während der gestrichelte Teil der Linie die Erwartungen der Banken in den kommenden drei Monaten bezeichnet. Die Punkte stellen die tatsächlichen Werte der vergangenen zwölf Monate dar. Eine Ausnahme bildet der letzte Punkt, der auf die Erwartungen der Banken in den kommenden zwölf Monaten verweist. Grafik b) stellt die Hauptfaktoren dar, durch die nach Angaben der befragten Banken der Klimawandel per saldo zu einer Lockerung bzw. einem Rückgang (negative Werte) bei den Kreditvergabebedingungen und der Nachfrage nach Unternehmenskrediten oder zu einer Verschärfung bzw. Nettozunahme (positive Werte) beiträgt. Jeder Zeitraum erstreckt sich vom dritten Quartal des ersten Jahres bis zum zweiten Quartal des Folgejahres. Die blauen Balken stellen die tatsächlichen Werte der letzten zwölf Monate dar; die gelben Balken beziehen sich auf den von den Banken zwölf Monate zuvor angegebenen Nettoeffekt.

Klimabezogene finanzpolitische Stützungsmaßnahmen erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer Kreditbewilligung und verringern die Finanzierungskosten für Unternehmen. Investitionen in den ökologischen Wandel werden dadurch gefördert. Nach Angaben der an der Umfrage zum Kreditgeschäft teilnehmenden Banken können klimabezogene finanzpolitische Stützungsmaßnahmen, beispielsweise in Form von Staatsgarantien oder Subventionen, dazu beitragen, die Klimarisiken der Banken zu mindern. Die Folge sind eine Lockerung der Kreditbedingungen und ein Nachfrageschub bei Krediten (siehe Abbildung 3, Grafik b). In der Umfrage vom Juli 2024 gaben die Banken jedoch an, dass der tatsächlich positive Effekt klimabedingter finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf die Kreditvergabebedingungen der vorangegangenen zwölf Monate (blaue Balken) deutlich geringer gewesen sei als ein Jahr zuvor erwartet (gelbe Balken). Den potenziell positiven Effekt finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf klimafreundliche Investitionsentscheidungen bestätigen die Unternehmen selbst, vor allem kleine und mittlere Unternehmen (KMUs). Große Unternehmen verweisen unterdessen insbesondere darauf, dass als Finanzierungsquelle für geplante klimafreundliche Investitionen vor allem Gewinnrücklagen eine wichtige Rolle zukommt. Die Kapitalmärkte spielen dabei hingegen eine untergeordnete Rolle (siehe Abbildung 4).¹¹

Abbildung 4
Finanzierungspläne der Unternehmen für klimafreundliche Investitionen

(Anteil der Unternehmen in %)



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

Anmerkung: Die Balken zeigt den Anteil der Unternehmen, die in fünf Jahren bestimmte Finanzierungsarten für Investitionen in den ökologischen Wandel nutzen wollen.

Die Finanzmärkte können zur Beschleunigung des ökologischen Wandels beitragen, indem sie nicht zuletzt Mittel für risikoreichere Projekte und grüne Innovationen bereitstellen, wenngleich diese Marktsegmente noch klein sind.

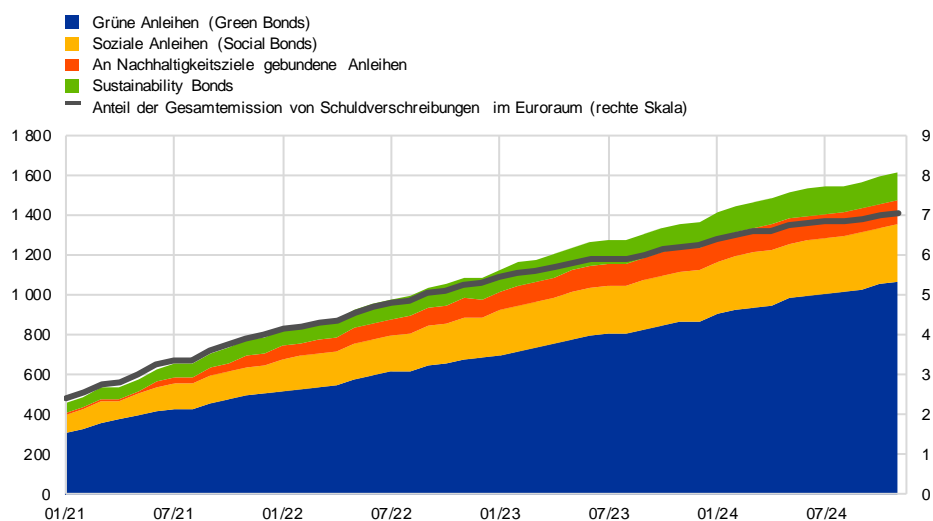
Eine marktbasiertere Finanzierung durch die Emission nachhaltiger

¹¹ Auf Basis einer Ad-hoc-Runde der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) im zweiten Quartal 2023. Siehe EZB, [Klimawandel, klimafreundliche Unternehmensinvestitionen im Euroraum und deren Finanzierung – Ergebnisse aus der SAFE-Umfrage](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2023.

Schuldverschreibungen ist im Euroraum noch nicht verbreitet. Auf sie entfallen etwa 7 % aller begebenen Schuldverschreibungen, wobei grüne Anleihen das größte Marktsegment bilden (siehe Abbildung 5).¹² Zwar ist der Marktanteil nachhaltiger Schuldverschreibungen in den vergangenen Jahren rasch gewachsen, aber gerade bei den an Nachhaltigkeitsziele gebundenen Anleihen hat sich dieses Wachstum in letzter Zeit etwas verlangsamt. Andere marktbasierende Finanzierungsquellen wie privates Beteiligungskapital spielen indes nur eine untergeordnete Rolle in der EU.¹³

Abbildung 5
Marktbasierende Finanzierungsquellen nach Segment

(linke Skala: in Mrd. €, Bestände zum Nennwert; rechte Skala: prozentualer Anteil der Gesamtemission von Schuldverschreibungen im Euroraum)



Quelle: EZB (CSDB).
 Anmerkung: „Anteil der Gesamtemission“ bezeichnet den Betrag aller nachhaltigen Anleihen in Relation zum Gesamtbetrag aller im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

Die Rolle der öffentlichen Finanzierung

Private Finanzierungen müssen durch Maßnahmen des öffentlichen Sektors flankiert werden. Impulse kann der öffentliche Sektor entweder direkt in Form öffentlicher Investitionen oder indirekt in Form von Subventionen oder Staatsgarantien geben. Die Verringerung der Finanzierungskosten von Kreditnehmern und der Abbau von Risiken grüner Investitionstätigkeit für Unternehmen und potenzielle Gläubiger gleichermaßen können dabei ein Anreiz für private klimafreundliche Investitionen sein. Den privaten Sektor bei Investitionen in den ökologischen Wandel zu unterstützen, kann sich angesichts der mit hoher Unsicherheit behafteten Rendite im Zusammenhang mit der Finanzierung von Innovationen und neuen Technologien als besonderer Vorteil erweisen. Gleichzeitig gibt es für umfangreiche staatliche Stützungsmaßnahmen kaum fiskalischen

¹² Siehe hierfür die experimentellen Indikatoren zur nachhaltigen Finanzierung auf der [Website](#) der EZB.
¹³ Siehe auch C. Nerlich et al., a. a. O.

Spielraum, denn die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa muss gewahrt bleiben.

Auf EU-Ebene tragen öffentliche Mittel zum ökologischen Wandel bei. Den größten Beitrag liefert dabei die Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF). In der laufenden EU-Haushaltsperiode 2021-2027 müssen mindestens 30 % der Mittel gemeinsam aus dem mehrjährigen Finanzrahmen und dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) für klimapolitische Ziele eingesetzt werden.¹⁴ Als zentraler Bestandteil des NGEU macht die ARF mit 276 Mrd. € den größten Anteil an den insgesamt mit 658 Mrd. € von der Europäischen Kommission zur Unterstützung klimapolitischer Ziele bereitgestellten Mitteln aus (siehe Abbildung 6, Grafik a).¹⁵ Weitere öffentliche Mittel stammen von der Europäischen Investitionsbank (EIB), aus Auktionseinnahmen des EU-Emissionshandelssystems (EU-EHS) und von nationalen politischen Initiativen.

Der größte Anteil der klimabezogenen ARF-Mittel geht an Unternehmen, bisher jedoch wurden kaum Mittel abgerufen (siehe Abbildung 6, Grafik b).

Unterstützungsmaßnahmen für Unternehmen machen 43 % der klimabezogenen ARF-Mittel aus. Es handelt sich hierbei zumeist um Subventionen und Steuergutschriften, die der Förderung grüner Investitionen beispielsweise in die Energieinfrastruktur, Firmenfahrzeuge mit Elektroantrieb und eine höhere Energieeffizienz von Gebäuden dienen sollen. Bislang wurden jedoch nur wenige Mittel abgerufen.¹⁶ Bis Mitte 2024 wurden lediglich 20 % (rund 55 Mrd. €) der klimabezogenen ARF-Mittel ausgezahlt. Der Rest steht noch bis Ende 2026 zur Auszahlung bereit. Grund für den niedrigen Mittelabruf könnten teils Engpässe aufgrund unzureichender administrativer Kapazitäten und komplexer Governance-Strukturen sein. Da die ARF erfolgsbezogen ist, wird finanzielle Unterstützung erst bei Erreichen vordefinierter Meilensteine und Ziele gewährt. Im Gegensatz dazu wurden im Rahmen des aktuellen mehrjährigen Finanzrahmens bis Ende 2023 40 % (etwa 150 Mrd. €) der klimabezogenen Mittel ausgezahlt.

Die vorhandenen EU-Mittel können den Bedarf an öffentlichen klimafreundlichen Investitionen bis 2026 weitgehend decken, wenngleich sich nach Ablauf der ARF eine Lücke in der öffentlichen Finanzierung grüner Investitionen auftun könnte. Noch wurde kein Richtwert festgelegt, wie der öffentliche Sektor optimal zur Eindämmung des Klimawandels beitragen könnte.

Eine grobe Schätzung des öffentlichen Anteils am zusätzlichen Investitionsbedarf lässt sich jedoch aus dem gewichteten Anteil der öffentlichen Investitionen je Sektor ableiten.¹⁷ Aus diesem stilisierten Modell ergibt sich für den Zeitraum von 2021 bis

¹⁴ Das NGEU-Programm läuft von 2021 bis 2026.

¹⁵ Im Rahmen des mehrjährigen Finanzrahmens finanziert die Regionalpolitik Projekte für klimapolitische Ziele. Damit sollen Investitionen in eine bessere Energieeffizienz von Gebäuden und eine nachhaltige Mobilität in Städten gefördert werden. Sie dürften auf regionaler Ebene nicht zuletzt angesichts erforderlicher Mitfinanzierungen private und öffentliche Investitionen mobilisieren.

¹⁶ Siehe auch K. Bańkowski et al., Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 362, 2024, und EZB, [Vier Jahre Next Generation EU – Bestandsaufnahme der wirtschaftlichen Auswirkungen](#), Wirtschaftsbericht 8/2024.

¹⁷ Die Anteile öffentlicher Investitionen je Sektor werden aus den Schätzungen in der Literatur und gegebenenfalls auf Basis historischer Durchschnittswerte abgeleitet. Die sektoralen Anteile des öffentlichen Sektors bewegen sich in einer Bandbreite von 5 % bis 30 %. Für weitere Angaben zu den zugrunde liegenden Berechnungen siehe C. Nerlich et al., a. a. O.

2030 ein Gesamtanteil des öffentlichen Sektors am Mehrbedarf an klimabezogenen Investitionen von rund 17 %. Das entspricht etwa 83 Mrd. € jährlich.¹⁸ Im Vergleich zu den verfügbaren EU-Mitteln und unter der Annahme einer vollständigen Auszahlung der ARF-Mittel bis Ende 2026 wäre die Lücke in der öffentlichen Finanzierung grüner Investitionen von 2025 bis 2030 auf durchschnittlich 20 Mrd. € pro Jahr begrenzt (das sind etwa 24 % des öffentlichen Finanzierungsbedarfs). Dieses Ergebnis hängt jedoch von den zugrunde liegenden Annahmen ab, insbesondere davon, ob die ARF-Mittel vollständig ausgeschöpft werden. Die Lücke in der öffentlichen Finanzierung grüner Investitionen dürfte sich nach Auslaufen der ARF Ende 2026 noch deutlich ausweiten (siehe die grünen Balken in Abbildung 6, Grafik b). Die Begrenzung der öffentlichen EU-Mittel nach 2026 könnte jedoch die Fähigkeit des öffentlichen Sektors einschränken, private Investitionen zu mobilisieren.¹⁹

¹⁸ Diese Angaben beruhen auf den Schätzungen der Europäischen Kommission, dass bis 2030 jährlich zusätzlich 477 Mrd. € für klimafreundliche Investitionen benötigt werden. Der Anteil des öffentlichen Sektors wäre etwas höher, wenn man den Bedarf an klimafreundlichen Investitionen im weiteren Sinne betrachtet, der auch den Umweltschutz einschließt. Siehe auch O. Bouabdallah, E. Dorrucchi, L. Hoendervangers und C. Nerlich, [Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them](#), Der EZB-Blog, 27. Juni 2024

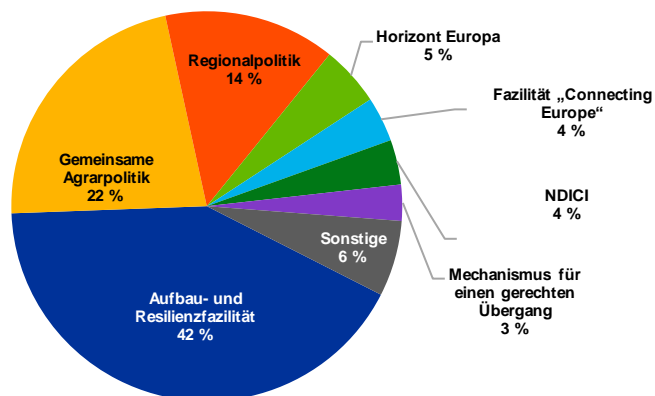
¹⁹ Das gilt auch nach Berücksichtigung der Mittel aus dem Klima-Sozialfonds, der Verlängerung des EU-Emissionshandelssystems und der Einführung des neuen EU-Emissionshandelssystems (EU-EHS2), das Emissionen in den Bereichen Gebäudeheizung und Verkehr umfasst.

Abbildung 6

Öffentliche EU-Mittel für den ökologischen Wandel und die Lücke in der öffentlichen Finanzierung klimafreundlicher Investitionen

a) Beitrag von Mitteln aus dem mehrjährigen Finanzrahmen und NGEU zu den klimapolitischen Zielen nach Programm

(Anteile am Gesamtumfang der Mittel für klimapolitische Ziele)



b) Jährliche Lücke in der öffentlichen „grünen“ Finanzierung im Zeitverlauf

(in Mrd. €; 2021-2030)



Quellen: Grafik a: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen. Grafik b: Europäische Kommission, EIB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a ist die Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF) zentraler Bestandteil des NGEU-Programms. Alle Instrumente mit Ausnahme der ARF sind Teil des mehrjährigen Finanzrahmens. NDICI steht für Instrument für Nachbarschaft, Entwicklungszusammenarbeit und internationale Zusammenarbeit – Europa in der Welt. „Sonstige“ umfasst alle Fazilitäten, wie z. B. das Programm „InvestEU“, mit einem Beitrag von weniger als 10 Mrd. € für Maßnahmen zur Anpassung an den Klimawandel (Climate Mainstreaming). In Grafik b wird die öffentliche Finanzierung des Investitionsmehrbedarfs von 477 Mrd. € jährlich aufgeschlüsselt nach ARF-Mitteln, anderen EU-Mitteln und der öffentlichen Finanzierungslücke. Die Mittel für den mehrjährigen Finanzrahmen der EU und das InvestEU-Programm dürften bis 2030 konstant bleiben. Die ARF läuft Ende 2026 ab; anschließend wird der Klima-Sozialfonds eingerichtet. EIB-Mittel sind enthalten. Nationale Finanzierungen sind ausgenommen. Die horizontale blaue Linie markiert den durchschnittlichen öffentlichen „grünen“ Investitionsbedarf. Die öffentliche Finanzierungslücke (grüne Balken) ist in den Jahren 2024-2026 negativ, da die ARF-Mittel (bei vollständigem Mittelabruf) und andere EU-Mittel den öffentlichen Investitionsbedarf überschreiten dürften. Die jüngsten Aktualisierungen beziehen sich auf Dezember 2024.

4 Handlungsoptionen der Politik zur Unterstützung klimafreundlicher Investitionen

Beim Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft spielen auch Strukturreformen eine wichtige Rolle. Die grüne Transformation erfordert einen institutionellen Rahmen und Strukturreformen, die die Ressourcenallokation von kohlenstoffintensiven zu kohlenstoffarmen Tätigkeiten erleichtern, Anreize für grüne Innovationen und neue Geschäftsmodelle schaffen sowie ein günstiges Umfeld für den Einsatz und die Verbreitung kohlenstoffarmer Technologien bieten.

Aus einer jüngst durchgeführten Untersuchung des Europäischen Patentamts (EPA) und der EIB geht jedoch hervor, dass klimafreundliche Investitionen vor allem durch strukturelle Hemmnisse behindert werden. So ist für investierende Unternehmen der Zugang zu Finanzmitteln in diesem Bereich schwieriger als zu Finanzmitteln im Allgemeinen.²⁰ Etwa 30 % der Cleantech-Unternehmen gaben die schwierige Mittelbeschaffung als Haupthindernis für Investitionen an.²¹ Dieser Anteil ist doppelt so hoch wie jener, der von einer breiteren Palette an nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der umfassenderen EIB-Investitionsumfrage angegeben wurde (siehe Abbildung 7).²² Der Fachkräftemangel und regulatorische Hindernisse, darunter auch komplexe und uneinheitliche Vorschriften in der EU, stellen für Unternehmen die größte Herausforderung dar. Als weitere Hindernisse werden die Schwierigkeiten genannt, Absatzmöglichkeiten für neue Produkte und Dienstleistungen zu finden, sowie Kosten und Aufwand bei der Suche nach Geschäftspartnern und den mit ihnen geführten Verhandlungen. Von entscheidender Bedeutung bei der Förderung klimafreundlicher Investitionen sind Maßnahmen zur Verbesserung der Bildungsqualität, zur Höher- und Neuqualifizierung von Arbeitskräften und zur Förderung der Arbeitskräftemobilität in klimafreundliche Sektoren.²³

²⁰ Siehe EPA und EIB, [Financing and commercialisation of cleantech innovation](#), 2024.

²¹ Die Cleantech-Studie ist ein gemeinsam von EPA und EIB erstellter Bericht, der Innovationstrends im Bereich saubere Technologien untersucht. Die Umfrage wurde unter europäischen Patentantragstellern und -eignern im Bereich saubere Technologien durchgeführt. Ziel war es, Einblicke in die jüngsten Entwicklungen und Herausforderungen in diesem Segment zu erlangen. Die Autorinnen und Autoren bedanken sich dafür, dass sie für die Erläuterungen und Abbildungen in diesem Abschnitt auf die zugrunde liegenden Daten zugreifen durften.

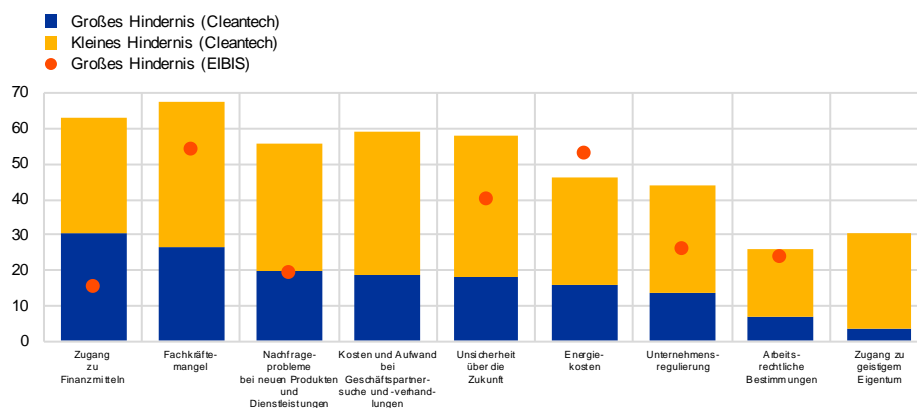
²² Die jährliche Umfrage der EIB-Gruppe zur Investitionstätigkeit und Investitionsfinanzierung (EIBIS) ist eine EU-weite Umfrage zu den Investitionen kleiner Unternehmen (mit 5 bis 250 Beschäftigten) und größerer Unternehmen (mit mehr als 250 Beschäftigten), ihrem Finanzierungsbedarf und bestehenden Schwierigkeiten. Die Daten werden von etwa 13 300 Unternehmen aus der EU, dem Vereinigten Königreich und den USA erhoben.

²³ Siehe E. Letta, [Much more than a market – Speed, security, solidarity](#), Europäische Kommission, 2024.

Abbildung 7

Hindernisse für die Geschäftstätigkeit im Zusammenhang mit sauberen und nachhaltigen Technologien in der EU

(Anteil der Unternehmen in %)



Quellen: EPA/EIB (Cleantech-Studie) und EIB (EIBIS).

Anmerkung: Die EIB-Investitionsumfrage (EIBIS) enthält keine Informationen zu Kosten und Aufwand bei der Suche nach Geschäftspartnern und den Verhandlungen mit ihnen oder zum Zugang zu geistigem Eigentum. Siehe EPA/EIB, Cleantech-Studie, a. a. O.

In dem kürzlich veröffentlichten Bericht von Mario Draghi wird die zentrale Rolle betrachtet, die einer Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften auf nationaler und auf EU-Ebene zukommt, um Innovationen zu fördern und Unternehmen in der EU zu stärken.²⁴ So könnte beispielsweise ein „Gütesiegel“ für innovative europäische Unternehmen (Innovative European Company – IEC) geschaffen werden, das es Unternehmen aus der EU ermöglichen würde, im Rahmen einer Reihe begrenzter und harmonisierter Rechtsvorschriften agieren zu können. Zu nennen wären hier das Gesellschaftsrecht, Insolvenzverfahren sowie einige zentrale Aspekte des Arbeits- und Steuerrechts.²⁵

Die CO₂-Steuern, die gemeinhin als effizientestes politisches Instrument gelten, um Anreize für private Investitionen in die grüne Transformation zu schaffen, dürften weiter steigen.²⁶ In Europa wirkt das EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS) indirekt wie eine CO₂-Steuer, wobei der CO₂-

²⁴ Siehe Europäische Kommission, [The future of European competitiveness – Part A](#), September 2024. Dem Bericht zufolge würden innovative Unternehmen, die in Europa expandieren wollen, in jeder Phase durch uneinheitliche und restriktive Vorschriften behindert. Als Nettoeffekt dieser regulatorischen Last hätten oft nur größere Unternehmen – häufig mit Sitz außerhalb der EU – die finanziellen Möglichkeiten und den Anreiz, die durch die Einhaltung der Vorschriften entstehenden Kosten zu tragen. Junge, innovative Tech-Unternehmen könnten der EU ganz den Rücken kehren.

²⁵ Siehe Europäische Kommission, [The future of European competitiveness – Part B](#), September 2024, S. 254.

²⁶ Siehe auch EZB, [Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels](#), Wirtschaftsbericht 6/2022; P. Aghion et al., Carbon Taxes, Path Dependency, and Directed Technical Change, Evidence from the Auto Industry, *Journal of Political Economy*, Bd. 124, Ausgabe 1, 2016, S. 1-51. Bei Känzig finden sich Belege, dass ein Anstieg der CO₂-Preise einen Anreiz für grüne Innovationen darstellt, was sich an der Zahl der Patente für CO₂-arme Technologien ablesen lässt; siehe D. R. Känzig, *The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing*, Working Paper des NBER, Nr. 31221, 2023. Untersuchungen von Fachleuten der EZB verweisen auf die bedeutende Rolle von Reformen und Vorschriften sowie direkten Subventionen für grüne Forschung und Entwicklung; siehe N. Benatti et al., [The impact of environmental regulation on clean innovation](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2946, 2024.

Preis durch Auktionen von Emissionszertifikaten bestimmt wird. Ein neues EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS2) wird 2027 eingeführt und soll die Emissionen von Gebäudeheizungen und Verkehr umfassen.²⁷ Darüber hinaus bestehen in einigen EU-Mitgliedstaaten explizite CO₂-Steuern. Allerdings sind die Bemessungsgrundlage und der Steuersatz häufig begrenzt. Der effektive CO₂-Steuersatz, in dem EU-EHS-Preise, tatsächliche CO₂-Steuern und Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe enthalten sind, liegt noch immer weit unter dem effektiven CO₂-Satz, der für das Erreichen des Emissionsminderungsziels bis 2030 notwendig wäre, wenn andere Maßnahmen ausbleiben.²⁸

Schließlich ist es auch für die grüne Transformation von entscheidender Bedeutung, die Agenda der Kapitalmarktunion voranzutreiben. Innovative Unternehmen in der EU könnten auf weiter entwickelten Wagniskapitalmärkten leichter auf Risikokapital zugreifen und wachsen. Darüber hinaus würden gut konzipierte Sparprodukte dazu beitragen, europäische Ersparnisse in längerfristige und renditeträchtigere Investitionen zu kanalisieren.²⁹ Insbesondere Patente können Wagniskapital anziehen und als Sicherheiten für Schulden dienen.³⁰ Unvollkommenheiten an den Kapitalmärkten wie etwa Informationsasymmetrien könnten Investoren davon abhalten, Mittel in grüne Forschung und Entwicklung zu leiten. Patente können diese Finanzierungsbeschränkungen mindern, indem sie bei der Bewertung der Aussichten junger Unternehmen wichtige Signale aussenden.³¹ Europa kann Innovationen im Bereich der sauberen Technologien nur dann voranbringen, wenn es die Vorteile des Binnenmarkts voll ausschöpft und die regulatorische Fragmentierung in Angriff nimmt.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde beleuchtet, wie hoch der Bedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU bis 2030 ist, wie er finanziert wird und welche politischen Handlungsoptionen den ökologischen Wandel fördern würden. Als zentrale Aussage lässt sich feststellen, dass der neben den bereits getätigten Ausgaben erforderliche Mehrbedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU von jährlich bis zu 3,7 % des 2023 ausgewiesenen BIP erheblich ist. Überdies haben Banken, denen bei der Finanzierung der Wirtschaft des Euroraums

²⁷ Siehe EZB, [Beurteilung der Auswirkungen Klimaschutzbezogener Transitionsmaßnahmen auf Wachstum und Inflation](#), Kasten 2 in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2024.

²⁸ Um das Klimaziel der EU bis 2030 zu erreichen, wäre neben anderen klimapolitischen Maßnahmen (wie z. B. Verordnungen) ein effektiver Zielwert von 120 € je Tonne CO₂ notwendig. Zum Vergleich: Der in der EU 2021 erzielte Wert betrug durchschnittlich 72 € je Tonne CO₂. Siehe OECD, [Effective Carbon Rates 2023: Pricing Greenhouse Gas Emissions through Taxes and Emissions Trading](#), OECD Series on Carbon Pricing and Energy Taxation, November 2023.

²⁹ Siehe A.-S. Arampatzi, R. Christie, J. Evrard, L. Parisi, C. Rouveyrol und F. van Overbeek, [Capital Markets Union: a deep dive – Five proposed measures to foster a single market for capital](#), Occasional Paper Series der EZB (im Erscheinen). Siehe auch C. Lagarde, [Die Ersparnisse in Europa für Investitionen und Innovationen nutzbar machen](#), Rede anlässlich des 34. Europäischen Bankenkongresses zum Thema „Out of the Comfort Zone, Europe and the New World Order“, 22. November 2024.

³⁰ Siehe Aufsatz 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

³¹ Siehe A. Bellucci, S. Fatica, A. Georgakaki, G. Gucciardi, S. Letout und F. Pasimeni, [Venture Capital Financing and Green Patenting](#), *Industry and Innovation*, Bd. 30, Ausgabe 7, 2023, S. 947-983.

eine zentrale Rolle zukommt, damit begonnen, Klimarisiken bei der Kreditvergabe zu berücksichtigen. Grüne Finanzierungen über die Finanzmärkte – von grünen Anleihen bis hin zu Wagniskapital – nehmen zwar zu, liegen aber immer noch auf einem niedrigen Niveau. Dem öffentlichen Sektor kann dabei die wichtige Aufgabe zukommen, private Investitionen anzuziehen und mehr private Mittel für klimafreundliche Investitionen zu mobilisieren. Ab 2027 dürfte indes nach dem Ablauf der ARF eine deutliche Lücke in der öffentlichen grünen Finanzierung entstehen. Strukturpolitische Maßnahmen sind für die Förderung klimafreundlicher Investitionen und der Innovationen im Bereich grüne Technologien unerlässlich. Fehlende Qualifikationen, die Nachhaltigkeitszielen gerecht werden, und eine hohe regulatorische Belastung gelten hingegen als Hindernis. Die Finanzierung des massiven Bedarfs an klimafreundlichen Investitionen ist schließlich aufgrund der bereits vorhandenen Investitionsdefizite sowie der nach Auslaufen der ARF erwarteten Lücke in der öffentlichen grünen Finanzierung eine Herausforderung. Weitere Fortschritte auf dem Weg zu einer besseren Integration der europäischen Kapitalmärkte erscheinen für die Mobilisierung privater Finanzierungsquellen jenseits von Bankkrediten unerlässlich.

Über den Zeithorizont der Transformation bis 2030 hinaus betrachtet deuten die vorhandenen Schätzungen auf einen noch höheren Investitionsbedarf hin, wenn Treibhausgasneutralität erreicht werden soll.³² Die Schätzungen zum Investitionsbedarf über dieses Jahrzehnt hinaus sind mit noch größerer Unsicherheit behaftet als die hier dargelegten Schätzungen. Sie zeigen jedoch, dass klimafreundliche Investitionen sowohl auf nationaler Ebene als auch auf EU-Ebene weiter vorangetrieben werden müssen. Darüber hinaus könnte es zu beträchtlichen Anpassungsinvestitionen kommen, vor allem dann, wenn die Effekte des Klimawandels noch allgegenwärtiger werden.

³² Siehe Europäische Kommission, [Securing our future – Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050 building a sustainable, just and prosperous society](#), Commission Staff Working Document, SWD 63 final, Februar 2024.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

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

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

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

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

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

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾			
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer	
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022	3,1	4,6	1,8
2023	-0,7	-3,9	2,5
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	.	.	.	
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,6	-0,6	
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7	
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,3	48,4	1,3	1,9	0,8	
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	.	.	.	
2024 Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	1,4	2,2	0,7	
Sept.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,2	52,9	47,5	1,3	1,9	0,8	
Okt.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,5	1,2	1,8	
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,8	0,5	1,2	
Dez.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	.	.	.	
2025 Jan.	.	.	.	.	.	50,2	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	12 612,9	12 106,2	6 453,7	2 785,8	2 734,4	1 403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6 111,6	5 605,0
2022	13 724,0	13 446,4	7 228,7	2 941,9	3 017,5	1 558,0	869,2	584,1	258,3	-277,6	7 395,7	7 118,0
2023	14 594,5	14 077,8	7 736,2	3 093,0	3 195,1	1 641,9	925,8	621,1	53,4	-516,7	7 375,6	6 858,9
2023 Q4	3 706,6	3 570,4	1 960,5	791,6	814,7	411,9	230,6	170,6	3,6	-136,2	1 834,4	1 698,2
2024 Q1	3 738,6	3 564,8	1 981,3	796,8	799,0	413,7	226,6	157,1	-12,2	-173,8	1 852,0	1 678,1
Q2	3 764,0	3 578,7	1 989,5	810,4	782,1	410,7	227,9	141,9	-3,3	-185,3	1 894,4	1 709,1
Q3	3 799,6	3 639,2	2 008,8	819,3	801,9	412,0	224,9	163,3	9,1	-160,5	1 870,0	1 709,6
<i>In % des BIP</i>												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,3	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 Q1	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
Q2	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,4	-0,9	0,4	-10,5	-	-	1,5	1,1
Q3	0,4	1,3	0,7	0,6	2,0	-0,2	-1,9	14,7	-	-	-1,5	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	6,3	5,1	4,7	4,4	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,6	1,5	1,6	0,6	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 Q4	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,3	-0,8	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 Q1	0,4	0,0	1,0	2,0	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
Q2	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
Q3	0,9	0,9	1,0	2,5	-1,4	-1,6	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 Q1	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
Q2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
Q3	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,7	2,6	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 Q4	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 Q1	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
Q2	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
Q3	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2021	11 253,2	185,1	2 158,3	592,5	2 017,7	602,8	521,9	1 275,7	1 363,7	2 208,1	327,5	1 359,7
2022	12 339,8	217,9	2 421,4	646,9	2 342,6	633,1	543,3	1 341,1	1 490,9	2 324,5	377,9	1 384,3
2023	13 203,6	225,2	2 584,8	721,5	2 440,3	678,4	605,2	1 477,4	1 602,1	2 460,1	408,7	1 390,9
2023 Q4	3 350,6	55,8	643,3	182,8	616,4	172,5	154,3	379,1	410,3	632,8	103,5	356,0
2024 Q1	3 369,9	55,8	631,8	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,1	368,7
Q2	3 389,7	56,0	627,5	184,7	628,5	177,1	159,4	386,9	418,4	645,3	105,9	374,3
Q3	3 417,4	56,6	632,0	185,1	632,2	179,6	160,6	386,9	422,9	654,5	107,1	382,3
In % der Wertschöpfung												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2023 Q4	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 Q1	0,2	0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
Q2	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
Q3	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2021	6,2	2,6	8,0	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,3
2023	0,7	0,7	-1,5	1,3	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 Q4	0,5	0,4	-2,4	1,8	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 Q1	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
Q2	0,6	-2,0	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
Q3	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2023 Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 Q1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q4	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024 Q1	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q2	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q3	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,1	3,2	0,6	4,4	0,4	1,2	3,0	2,2	1,0
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,8	1,7	1,4	1,1
2023 Q4	1,3	1,4	0,8	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,1	1,1	1,5	1,5
2024 Q1	1,1	1,1	0,9	-0,4	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
Q2	1,0	1,0	0,9	-0,5	0,4	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,7	0,9
Q3	0,9	0,9	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9	1,6	0,8	-1,7	1,0	1,6	1,0
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,2	8,6	4,3	6,4
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,1	0,6	0,9	1,7	3,5	0,2	1,4	1,7	1,5	1,6
2023 Q4	1,4	1,6	0,4	-1,1	0,5	1,6	1,5	3,3	0,5	0,5	1,5	1,8	1,5
2024 Q1	0,7	0,8	0,4	-2,1	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,1	-0,9	1,1	1,0	0,4
Q2	0,8	0,9	0,5	-1,0	0,3	0,9	0,4	2,1	0,4	-2,2	1,0	1,4	1,5
Q3	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,5	0,6	-2,5	0,9	0,8	1,2
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	4,5	4,1	6,6	1,2	4,9	5,8	6,6	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,4
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,5
2023 Q4	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,3	0,0
2024 Q1	-0,4	-0,4	-0,5	-1,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,4	-0,1
Q2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,9	0,2	-0,2	0,6
Q3	-0,5	-0,3	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾										Vakanz- quote ³⁾	
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.		In % der Erwerbs- personen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,076	3,4	12,822	7,8	3,2	10,344	6,9	2,478	16,9	6,547	7,4	6,275	8,2	2,5
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2
2023	170,275	2,9	11,186	6,6	2,4	8,890	5,8	2,296	14,5	5,648	6,2	5,538	6,9	3,0
2023 Q4	171,075	2,9	11,162	6,5	2,3	8,796	5,7	2,366	14,8	5,648	6,2	5,514	6,9	2,9
2024 Q1	171,578	2,9	11,161	6,5	2,3	8,829	5,7	2,332	14,6	5,668	6,2	5,493	6,8	2,9
Q2	171,843	2,8	11,064	6,4	2,1	8,719	5,6	2,344	14,7	5,642	6,2	5,422	6,7	2,6
Q3	172,059	2,8	11,001	6,4	1,9	8,623	5,5	2,379	14,9	5,713	6,2	5,288	6,6	2,5
2024 Juni	-	-	11,079	6,4	-	8,738	5,6	2,341	14,6	5,677	6,2	5,402	6,7	-
Juli	-	-	10,968	6,4	-	8,584	5,5	2,383	14,9	5,706	6,2	5,262	6,5	-
Aug.	-	-	10,850	6,3	-	8,466	5,4	2,384	14,9	5,636	6,2	5,214	6,5	-
Sept.	-	-	10,862	6,3	-	8,472	5,4	2,390	14,9	5,637	6,2	5,225	6,5	-
Okt.	-	-	10,858	6,3	-	8,437	5,4	2,421	15,0	5,623	6,1	5,235	6,5	-
Nov.	-	-	10,819	6,3	-	8,396	5,4	2,423	15,0	5,605	6,1	5,214	6,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nicht saisonbereinigt.

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

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2022	1,7	2,4	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,4	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1
2024 Q1	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,7	-1,7	-0,3	0,0	-0,5	0,3	-0,6	2,1	5,1
Q2	-3,9	-4,1	-5,5	-6,2	0,6	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7	1,3	2,3
Q3	-1,6	-2,0	-3,8	-3,6	2,4	1,7	-1,9	1,9	0,4	2,8	2,5	1,1	-8,7
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5
2024 Juli	-2,2	-2,4	-4,4	-3,6	1,5	0,9	-2,1	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,9	-8,4
Aug.	-0,4	-0,8	-2,7	-0,4	1,0	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,0	1,2	-11,4
Sept.	-2,1	-2,5	-4,2	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,1	0,1	5,6	2,3	1,1	-6,2
Okt.	-1,1	-1,0	-3,3	-1,8	2,7	-0,5	0,0	2,1	0,8	3,0	1,1	1,7	-3,9
Nov.	-1,9	-2,0	-2,5	-2,8	-0,2	-1,3	1,4	1,2	0,6	1,5	0,9	.	0,4
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2024 Juli	-0,4	-0,5	-0,4	-1,2	1,5	0,1	-0,5	0,4	3,3	0,7	-0,1	0,8	-11,5
Aug.	1,2	1,1	0,1	2,9	-0,2	0,2	0,3	1,1	0,9	1,3	1,2	0,4	-0,1
Sept.	-1,6	-1,5	-1,5	-3,7	1,8	-1,0	-0,4	0,5	-0,6	1,2	-0,6	-0,1	4,0
Okt.	0,2	0,2	0,3	1,7	-2,2	-1,3	0,8	-0,3	0,2	-0,6	-0,4	0,3	-0,4
Nov.	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	1,1	1,2	0,1	0,1	-0,6	0,8	.	3,9
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,9

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,0	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	-	-	-	-
2024	95,8	-10,6	78,5	-14,1	-5,6	-6,7	6,4	90,2	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q1	96,0	-9,0	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
Q2	96,0	-10,1	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,2	-10,5	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	94,9	-12,8	77,3	-13,6	-5,0	-5,3	6,0	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2024 Aug.	96,4	-10,0	.	-13,5	-6,3	-7,8	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0
Sept.	96,2	-11,0	.	-13,0	-5,5	-8,2	6,9	.	45,0	44,9	51,4	49,6
Okt.	95,6	-12,8	77,3	-12,5	-4,9	-7,1	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,6	-11,4	.	-13,8	-4,9	-4,3	5,3	.	45,2	45,1	49,5	48,3
Dez.	93,7	-14,1	.	-14,5	-5,2	-4,4	5,9	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	.	.	.	-14,2	.	.	.	.	46,1	46,8	51,4	50,2

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ¹⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,3	94,0	2,4	3,4	17,9	7,6	7,5	36,7	7,5	77,4	5,6	10,3	3,4
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,8	2,0	7,8	37,6	5,3	72,8	4,8	9,8	3,3
2023	14,1	85,0	1,2	1,9	3,0	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	1,9	0,8
2023 Q4	14,1	85,0	1,5	1,9	2,1	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	-0,6	0,8
2024 Q1	14,6	83,8	2,8	2,0	-3,4	3,4	1,0	34,7	4,5	68,0	1,8	-5,9	0,8
Q2	14,9	83,2	2,0	2,3	-1,7	3,5	1,7	34,0	3,8	67,9	2,0	-8,0	1,0
Q3	15,2	82,5	2,4	2,4	-0,3	5,3	2,0	33,4	3,4	67,4	2,0	4,1	1,0

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, Schulverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q4	1 408,6	1 337,0	71,6	694,8	619,5	351,8	318,1	313,9	306,9	48,2	92,6	62,4	41,1
2024 Q1	1 439,0	1 331,2	107,8	706,5	599,5	365,2	331,8	321,3	320,6	46,0	79,3	18,9	31,6
Q2	1 492,5	1 358,0	134,4	715,1	615,9	387,7	336,6	343,1	316,4	46,5	89,2	25,2	22,1
Q3	1 466,1	1 382,0	84,1	704,9	621,0	373,2	339,0	338,1	329,7	49,9	92,3	20,5	15,8
2024 Juni	498,4	444,6	53,8	237,2	202,5	131,1	114,1	114,1	96,6	16,1	31,5	10,3	5,9
Juli	491,3	460,2	31,2	235,5	204,2	125,0	112,9	113,9	112,0	16,9	31,2	6,8	5,8
Aug.	490,5	467,0	23,5	235,2	210,1	126,6	114,5	112,0	111,7	16,6	30,8	8,5	4,5
Sept.	484,3	454,8	29,4	234,1	206,7	121,5	111,7	112,2	106,1	16,4	30,3	5,2	5,5
Okt.	479,9	449,7	30,2	235,1	203,5	120,2	104,6	108,8	110,9	15,8	30,6	6,6	4,1
Nov.	486,6	459,7	27,0	244,5	209,3	120,5	108,6	106,1	112,3	15,6	29,5	5,8	4,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 Nov.	5 836,6	5 424,4	412,2	2 841,4	2 455,2	1 485,8	1 326,9	1 319,2	1 289,4	190,3	352,8	113,9	102,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 Nov.	38,9	36,1	2,7	18,9	16,4	9,9	8,8	8,8	8,6	1,3	2,4	0,8	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q4	-4,7	-16,3	709,3	334,4	144,8	215,5	586,3	671,7	384,7	108,5	158,8	476,9	81,3
2024 Q1	-2,7	-11,9	713,3	337,0	143,3	219,3	589,2	655,0	371,9	105,9	159,0	467,5	75,7
Q2	1,6	-4,5	717,1	338,8	137,2	223,7	592,7	672,3	387,8	109,4	162,5	480,7	79,0
Q3	2,2	0,4	710,9	338,3	136,4	218,5	590,2	675,6	382,4	111,9	164,4	490,1	75,0
2024 Juni	-6,6	-8,8	236,3	111,3	45,3	73,5	195,5	220,4	126,2	36,2	53,6	158,7	23,8
Juli	9,2	3,7	237,0	113,0	45,2	73,5	195,5	224,1	128,5	37,6	54,1	161,8	26,6
Aug.	-2,7	-1,7	237,3	113,1	45,2	73,5	197,2	228,0	128,2	37,3	55,6	164,8	26,0
Sept.	0,1	-0,8	236,7	112,2	46,0	71,4	197,5	223,5	125,7	37,0	54,7	163,5	22,4
Okt.	2,3	2,7	233,1	110,4	44,1	73,2	194,9	226,1	127,2	35,8	56,3	163,7	24,2
Nov.	-1,6	-1,0	240,6				197,2	227,8				161,0	
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q4	-3,7	-8,5	96,2	93,5	95,9	103,3	95,2	104,5	102,1	105,6	109,0	106,0	164,9
2024 Q1	-3,5	-6,8	96,7	94,3	93,6	104,2	95,4	103,1	100,6	102,3	108,2	103,2	164,3
Q2	-1,1	-4,5	95,4	93,4	88,9	105,0	94,1	104,0	102,3	105,5	108,7	104,8	168,9
Q3	-0,6	-0,9	94,2	92,5	87,2	103,0	93,3	104,4	102,0	108,0	109,6	106,7	164,4
2024 Mai	-3,8	-7,2	94,8	93,4	87,7	104,2	93,5	103,3	102,0	105,1	107,8	103,8	172,2
Juni	-8,9	-9,4	94,5	92,3	87,7	104,1	93,2	103,3	100,8	105,8	108,1	104,2	162,0
Juli	5,5	0,7	93,6	92,8	86,3	102,1	92,2	103,3	101,4	107,5	107,9	105,2	161,3
Aug.	-5,2	-3,5	95,3	92,8	86,9	106,1	94,7	105,4	102,5	109,0	111,2	107,7	168,3
Sept.	-2,3	0,0	93,7	91,9	88,4	100,8	92,9	104,6	102,2	107,5	109,8	107,1	163,7
Okt.	-0,4	3,9	92,3	90,2	85,0	101,4	91,9	105,4	103,0	102,2	112,4	107,3	169,6

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise		
	Index: 2015 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Ins-gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel											1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
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	
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3	
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3	
Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,3	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8	
Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0	
Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,6	2,0	4,3	
2024 Juli	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1	
Aug.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0	
Sept.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9	
Okt.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1	
Nov.	126,6	2,2	2,7	0,9	3,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,0	2,0	4,3	
Dez.	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Insgesamt	Wohnungsmieten				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2024)	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
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
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0
2024 Q1	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
Q2	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
Q3	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
Q4	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2024 Juli	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
Aug.	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0
Sept.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0
Okt.	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0
Nov.	2,7	2,8	2,3	-0,1	0,6	-2,0	3,4	3,1	5,0	-1,9	4,5	4,0
Dez.	2,6	2,9	1,6	0,4	0,5	0,1	3,3	3,0	5,1	-2,4	4,7	4,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,1	13,8	19,8	7,3	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,1	-2,0	1,9	3,8	-0,2	5,1	8,3	8,4	5,7	-13,3	6,9	-1,2	-8,1
2023 Q4	128,2	-8,3	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,7	2,2	3,2	-22,9	4,5	-1,2	-9,0
2024 Q1	125,0	-7,9	-1,6	-1,2	-5,3	2,0	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,5	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,4	1,4	-6,4
Q3	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,9	2,6	.
2024 Juni	123,3	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,1	1,1	-9,8	-	-	-
Juli	124,2	-2,2	0,3	0,3	-1,1	1,2	1,3	0,2	1,1	-7,2	-	-	-
Aug.	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-
Sept.	124,2	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-
Okt.	124,7	-3,3	-0,9	0,7	-0,5	1,2	2,0	1,3	1,3	-11,2	-	-	-
Nov.	126,7	-1,2	-0,2	0,9	-0,3	1,3	2,0	1,5	1,1	-5,3	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	77,8	9,3	13,4	5,1	9,1	12,1	5,5
2024 Q1	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,8	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
Q2	116,6	2,9	2,7	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
Q3	117,2	2,7	2,3	2,1	2,6	1,8	1,2	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,2	22,5	11,8	17,5	21,4	12,8
2024 Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,0	13,9	10,0	12,2	13,4	10,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,4	11,5	9,2	11,5	12,7	10,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,6	9,6	5,6	9,0	11,1	6,4
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	16,9	21,6	12,0	17,5	21,0	13,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	21,2	31,0	11,2	22,2	30,4	12,3

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 %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	-	-	-	-
2024	6,1	14,2	14,4	3,6	55,0	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q1	4,6	16,5	17,4	5,0	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,5	13,0	12,4	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,2	13,3	14,1	4,0	48,6	49,1	58,0	48,2	53,3
2024 Aug.	6,3	12,8	12,5	1,7	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sept.	6,4	11,4	12,3	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Okt.	6,7	11,9	14,1	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,1	14,1	12,8	4,2	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3
Dez.	7,6	13,8	15,4	5,6	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	.	.	.	.	.	51,6	60,7	50,0	53,6

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,2	1,2	1,2	0,9	1,0	1,4	1,4
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2023 Q4	118,4	3,9	3,8	4,4	4,2	3,4	4,5
2024 Q1	108,5	5,4	5,5	5,0	5,1	6,0	4,8
Q2	120,0	5,2	4,9	5,8	5,0	5,6	3,5
Q3	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2020= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2021	99,6	-0,4	1,4	-2,9	4,7	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,4	4,4	8,0	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,4	6,6	5,0	2,4
2023 Q4	111,9	6,4	3,9	8,5	4,4	7,2	3,0	8,4	3,0	4,7	5,5	4,1
2024 Q1	113,2	5,5	3,5	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
Q2	114,2	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,5	0,1	3,5	5,2	4,7
Q3	114,9	4,4	5,6	4,7	7,3	4,5	2,0	5,6	-0,1	3,6	4,5	4,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,3	4,8	2,5	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,3
2023 Q4	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,0	5,1
2024 Q1	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	4,0	5,1	4,0	5,1	5,3	6,4
Q2	119,5	4,8	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	6,0	3,7	4,7	4,9	5,1
Q3	120,6	4,4	4,5	4,2	4,6	4,5	4,2	5,3	3,6	4,4	4,6	4,1
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2021	104,7	4,7	2,1	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	1,0	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,5	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,7	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,6	-0,2	-0,4	2,8
2023 Q4	104,5	-1,2	1,3	-2,9	0,1	-1,8	1,7	-2,5	1,2	0,7	-0,4	1,0
2024 Q1	104,6	-0,6	0,6	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
Q2	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,2	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
Q3	104,8	0,0	-1,0	-0,5	-2,5	0,0	2,2	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,1	0,7	-1,4
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,4	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,7	6,2	4,5	4,5
2023 Q4	110,8	4,9	5,2	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,1	4,9	4,7	4,6
2024 Q1	112,2	5,2	5,6	5,3	4,1	4,6	4,2	5,8	4,4	5,0	5,8	6,5
Q2	113,1	4,9	3,6	4,9	4,1	5,1	3,7	6,2	4,2	4,4	5,2	4,2
Q3	114,2	4,8	4,0	4,8	4,4	4,8	4,1	5,5	2,8	4,6	5,3	3,7
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2021	100,2	0,2	0,9	2,9	-5,0	0,9	2,9	3,4	-3,8	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,1	0,0	0,4	-0,5	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,4	1,7	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,8	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 Q4	98,7	-1,2	1,5	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,8	0,4	-0,8	0,9
2024 Q1	98,8	-0,2	2,4	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	-0,1	3,0	0,7	0,1	1,3
Q2	98,9	-0,3	-1,1	-2,1	-2,7	0,3	1,1	-0,2	4,5	1,0	0,0	-0,3
Q3	99,2	0,5	0,1	0,0	-2,2	0,4	2,2	-0,1	4,5	0,8	0,8	-0,1

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)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 Juli	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
Aug.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
Sept.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
Okt.	3,26	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
Nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23
Dez.	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ¹⁾					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 Juli	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
Aug.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
Sept.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
Okt.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
Nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59
Dez.	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2024 Juli	506,3	4 913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1 138,0	374,7	295,7	780,5	5 538,0	40 102,9
Aug.	494,1	4 788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1 055,6	380,0	303,8	819,4	5 478,2	36 873,3
Sept.	505,0	4 877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1 029,0	402,8	320,1	843,4	5 621,3	37 307,4
Okt.	511,2	4 948,4	1 000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1 036,0	402,4	327,0	840,7	5 792,3	38 843,8
Nov.	497,5	4 795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5 929,9	38 617,4
Dez.	507,4	4 918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1 065,8	381,4	331,4	816,9	6 012,2	39 297,0

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- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten		Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾	Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten		
		Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre						Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr			Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Dez.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,23	3,81	3,63	4,33	3,98
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,92	8,02	8,72	5,37	4,76	4,07	3,67	3,52	4,14	3,87
Febr.	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,81	4,01	3,64	3,49	4,12	3,84
März	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80
April	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,03	7,85	8,57	5,19	4,84	3,98	3,59	3,42	4,05	3,81
Mai	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
Juni	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78
Juli	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Aug.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
Sept.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Okt.	0,36	1,74	2,73	2,63	8,05	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
Nov.	0,35	1,74	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,57	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47

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- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Dez.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,67	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24
2024 Jan.	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,19	5,20
Febr.	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,11	4,84	3,97	5,16
März	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
April	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,62	5,38	5,11	4,30	5,20	5,01	4,14	5,20
Mai	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12
Juni	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
Juli	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,06
Aug.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
Sept.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
Okt.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
Nov.	0,81	2,89	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,25	3,85	4,42	4,19	3,70	4,52

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten		
			Insgesamt	FMKGs				Insgesamt						FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kurzfristig															
2022	1 385,3	481,7	141,5	51,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1	
2023	1 570,6	618,9	163,2	68,5	86,7	701,8	659,1	501,5	210,8	114,1	39,7	49,2	127,5	103,8	
2024	1 567,2	572,5	185,6	64,9	69,6	739,5	673,6	468,3	180,0	114,7	44,2	39,2	134,5	108,2	
2024 Juli	1 575,1	575,2	194,4	71,9	94,4	711,1	651,1	492,6	181,9	122,5	47,0	48,3	139,9	111,7	
Aug.	1 585,3	573,4	194,4	68,9	94,3	723,2	659,5	447,6	189,9	104,3	42,9	30,5	123,0	101,3	
Sept.	1 588,1	602,6	196,2	72,0	83,5	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4	
Okt.	1 565,1	577,2	185,2	66,8	84,9	717,9	656,0	473,9	158,4	128,9	44,7	39,7	146,9	126,5	
Nov.	1 575,8	581,8	189,5	68,2	80,2	724,4	665,7	485,1	193,3	120,0	47,6	32,0	139,7	125,8	
Dez.	1 567,2	572,5	185,6	64,9	69,6	739,5	673,6	420,4	159,3	115,4	45,5	27,5	118,2	90,7	
Langfristig															
2022	17 715,0	3 911,0	3 100,6	1 322,1	1 429,8	9 273,5	8 561,5	292,1	76,7	67,9	28,3	17,1	130,4	120,9	
2023	19 343,4	4 453,6	3 238,8	1 317,6	1 544,2	10 106,8	9 366,9	320,5	93,7	67,0	25,5	21,3	138,4	129,9	
2024	20 513,4	4 792,3	3 563,9	1 341,4	1 648,4	10 508,8	9 737,1	348,6	89,0	86,7	23,5	27,2	145,7	135,1	
2024 Juli	20 039,9	4 673,8	3 412,3	1 316,3	1 595,9	10 357,9	9 594,1	314,7	82,7	90,5	18,7	20,3	121,2	116,9	
Aug.	20 144,3	4 693,8	3 420,1	1 317,9	1 599,3	10 431,0	9 663,2	211,6	43,7	55,8	17,3	10,5	101,7	97,0	
Sept.	20 442,9	4 751,3	3 460,1	1 326,5	1 627,7	10 603,7	9 824,9	377,4	86,8	97,8	31,6	39,7	153,1	143,2	
Okt.	20 368,8	4 767,1	3 474,2	1 323,9	1 626,8	10 500,7	9 723,4	366,3	89,8	95,5	19,5	24,9	156,1	145,9	
Nov.	20 708,3	4 814,6	3 538,5	1 337,8	1 658,2	10 696,9	9 916,2	321,5	69,8	96,5	33,2	28,2	126,9	120,2	
Dez.	20 513,4	4 792,3	3 563,9	1 341,4	1 648,4	10 508,8	9 737,1	229,4	56,2	85,8	23,5	18,8	68,6	62,6	

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten					
			Insgesamt	FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Umlauf												
2022	19 100,3	4 392,7	3 242,1	1 373,2	1 524,9	9 940,5	9 183,2	8 704,0	525,2	1 289,8	6 888,4	
2023	20 914,0	5 072,6	3 402,0	1 386,1	1 630,9	10 808,5	10 026,0	9 675,7	619,7	1 418,8	7 636,7	
2024	22 080,6	5 364,8	3 749,4	1 406,2	1 718,0	11 248,3	10 410,7	10 176,3	751,2	1 592,7	7 832,0	
2024 Juli	21 615,0	5 249,0	3 606,7	1 388,3	1 690,3	11 068,9	10 245,2	10 114,1	724,0	1 539,3	7 850,4	
Aug.	21 729,6	5 267,2	3 614,6	1 386,8	1 693,6	11 154,2	10 322,7	10 245,8	724,0	1 563,9	7 957,5	
Sept.	22 031,0	5 354,0	3 656,4	1 398,5	1 711,3	11 309,4	10 467,2	10 409,9	746,7	1 570,1	8 092,7	
Okt.	21 934,0	5 344,3	3 659,3	1 390,7	1 711,7	11 218,6	10 379,4	10 096,2	751,1	1 556,1	7 788,6	
Nov.	22 284,1	5 396,4	3 728,0	1 406,0	1 738,4	11 421,3	10 581,9	10 176,0	723,0	1 589,3	7 863,4	
Dez.	22 080,6	5 364,8	3 749,4	1 406,2	1 718,0	11 248,3	10 410,7	10 176,3	751,2	1 592,7	7 832,0	
Wachstumsraten¹⁾												
2024 Mai	5,5	9,0	3,7	-1,6	3,4	4,9	4,8	-1,2	-3,2	0,2	-1,3	
Juni	4,9	7,5	3,7	-1,9	3,9	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3	
Juli	4,5	5,7	4,1	-2,1	3,2	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,7	0,0	
Aug.	4,7	5,4	4,6	-1,4	3,7	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,7	0,0	
Sept.	4,7	6,2	4,8	-0,8	3,7	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,6	0,1	
Okt.	4,8	5,7	4,3	-1,9	3,9	4,7	4,5	0,2	-2,2	-0,6	0,6	
Nov.	4,6	4,7	5,6	-0,2	3,7	4,5	4,5	0,2	-1,9	-0,7	0,6	
Dez.	4,4	3,9	6,4	-0,5	3,3	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,6	0,5	

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,7	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	98,2	.	.	.	124,1	95,0
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,6	68,0	87,6	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,7	67,7	87,8	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,8	90,2	67,0	87,9	125,1	95,6
Q4	97,6	93,6	97,3	.	.	.	123,6	94,2
2024 Juli	99,0	95,1	98,9	-	-	-	124,8	95,6
Aug.	99,0	95,0	98,8	-	-	-	125,2	95,7
Sept.	98,8	94,8	98,7	-	-	-	125,2	95,6
Okt.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
Nov.	97,5	93,6	97,3	-	-	-	123,5	94,1
Dez.	96,9	92,9	96,6	-	-	-	122,7	93,4
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2024 Dez.	-0,6	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,6	-0,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2024 Dez.	-1,3	-1,1	-1,5	-	-	-	-0,4	-1,6

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwe- dische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	.	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 Q1	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
Q2	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
Q3	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
Q4	7,675	.	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2024 Juli	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
Aug.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
Sept.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
Okt.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
Dez.	7,630	.	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2024 Dez.	-0,4	.	-0,7	0,0	0,7	-1,3	-1,4	-0,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2024 Dez.	-2,0	.	2,7	0,0	7,9	2,5	-1,5	-3,9	0,1	2,7	-1,1	-3,9

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2023 Q4	32 386,9	32 041,0	345,9	12 121,5	9 944,6	12 465,4	14 520,1	-4,0	6 656,2	7 576,3	1 147,8	16 219,7
2024 Q1	33 684,6	33 138,9	545,7	12 390,0	10 014,1	13 124,9	15 268,1	-0,5	6 955,1	7 856,7	1 215,1	16 699,7
Q2	34 253,2	33 286,0	967,2	12 398,7	9 921,7	13 540,9	15 549,6	7,1	7 038,9	7 814,7	1 267,6	16 653,6
Q3	34 531,2	33 419,0	1 112,2	12 171,4	9 733,1	13 843,4	15 888,5	-3,9	7 201,3	7 797,4	1 319,0	16 690,5
Bestände in % des BIP												
2024 Q2	230,2	222,7	7,4	81,1	64,9	92,3	105,9	0,0	48,0	52,0	8,8	111,2
Transaktionen												
2023 Q4	-325,7	-438,2	112,5	-323,5	-300,5	45,2	91,5	21,9	-75,7	-229,2	6,4	-
2024 Q1	568,3	453,8	114,5	128,2	32,3	172,1	198,5	13,5	253,4	223,1	1,2	-
Q2	180,2	51,3	128,9	-31,7	-104,8	173,1	254,2	16,9	18,1	-98,1	3,7	-
Q3	412,3	274,2	138,0	5,4	-12,7	166,5	217,4	-8,3	252,6	69,5	-4,0	-
2024 Juni	-15,4	-103,7	88,3	-22,2	-33,9	66,9	115,9	2,3	-63,6	-185,7	1,3	-
Juli	127,8	78,1	49,7	14,4	-11,9	51,9	59,9	-2,2	66,9	30,1	-3,1	-
Aug.	94,1	69,5	24,6	-9,6	-1,9	40,6	64,3	-7,7	73,8	7,1	-3,0	-
Sept.	190,4	126,7	63,7	0,6	1,2	74,0	93,1	1,6	112,0	32,4	2,2	-
Okt.	86,3	55,1	31,3	12,1	7,5	68,8	46,1	20,2	-14,5	1,5	-0,2	-
Nov.	162,9	153,8	9,1	6,8	4,5	38,5	61,9	-0,8	117,0	87,3	1,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2024 Nov.	1 085,5	646,0	439,5	-65,5	-234,9	620,0	852,0	42,4	485,4	28,8	3,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2024 Nov.	7,2	4,3	2,9	-0,4	-1,6	4,1	5,7	0,3	3,2	0,2	0,0	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Zusammen		Repoge- schäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Bestände												
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16 048,2
2023	1 536,2	8 809,5	10 345,6	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 100,2	184,9	739,7	70,8	995,3	16 095,6
2024	1 556,9	9 015,7	10 572,6	2 530,4	2 468,9	4 999,4	15 572,0	253,3	873,0	28,1	1 154,4	16 726,4
2024 Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,1	2 431,0	4 871,1	15 137,4	192,4	787,0	72,9	1 052,3	16 189,7
2024 Q2	1 533,9	8 792,8	10 326,7	2 535,8	2 425,4	4 961,3	15 288,0	210,4	815,9	59,2	1 085,5	16 373,5
2024 Q3	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	858,7	47,3	1 143,3	16 543,0
2024 Q4 ^(p)	1 556,9	9 015,7	10 572,6	2 530,4	2 468,9	4 999,4	15 572,0	253,3	873,0	28,1	1 154,4	16 726,4
2024 Juli	1 536,5	8 746,8	10 283,3	2 540,8	2 424,8	4 965,6	15 248,9	226,0	827,1	57,8	1 110,9	16 359,8
2024 Aug.	1 538,8	8 791,8	10 330,5	2 558,5	2 426,5	4 985,0	15 315,5	242,4	839,9	52,0	1 134,2	16 449,7
2024 Sept.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	858,7	47,3	1 143,3	16 543,0
2024 Okt.	1 545,6	8 892,1	10 437,7	2 556,0	2 427,7	4 983,7	15 421,4	248,9	854,8	51,7	1 155,4	16 576,8
2024 Nov.	1 550,9	8 995,4	10 546,3	2 560,3	2 433,8	4 994,0	15 540,4	244,8	859,6	38,9	1 143,3	16 683,7
2024 Dez. ^(p)	1 556,9	9 015,7	10 572,6	2 530,4	2 468,9	4 999,4	15 572,0	253,3	873,0	28,1	1 154,4	16 726,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,7	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	162,2	183,5	203,5	8,9	212,4	395,9	76,3	123,0	-37,6	161,6	557,5
2024 Q1	-9,3	-75,0	-84,3	144,1	-28,9	115,2	30,8	9,9	47,1	7,3	64,3	95,2
2024 Q2	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,9	-13,4	30,1	155,6
2024 Q3	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,8	-11,0	56,0	150,7
2024 Q4 ^(p)	15,2	157,2	172,4	-71,5	43,9	-27,6	144,8	20,5	11,2	-20,5	11,2	156,0
2024 Juli	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-2,0	23,7	-12,8
2024 Aug.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,8	66,1
2024 Sept.	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,4
2024 Okt.	3,9	43,9	47,7	-38,3	2,8	-35,5	12,2	10,6	-4,9	4,6	10,3	22,5
2024 Nov.	5,3	96,9	102,2	-1,5	6,0	4,5	106,7	-5,4	3,9	-15,6	-17,1	89,6
2024 Dez. ^(p)	6,0	16,5	22,5	-31,7	35,1	3,4	25,9	15,2	12,2	-9,4	18,0	43,9
Wachstumsraten												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,3	19,3	0,0
2024	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9
2024 Q2	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	17,0	-29,5	18,9	2,2
2024 Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,3	-34,3	21,8	3,2
2024 Q4 ^(p)	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5
2024 Juli	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,5	-26,3	21,6	2,4
2024 Aug.	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,2	-37,6	22,7	2,9
2024 Sept.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,3	-34,3	21,8	3,2
2024 Okt.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-35,8	20,3	3,4
2024 Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,2	17,9	-48,8	17,0	3,8
2024 Dez. ^(p)	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,2	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2024	3 431,3	2 500,6	792,7	133,7	4,3	8 755,0	5 197,6	1 254,6	2 301,3	1,5	1 306,1	231,5	544,5
2024 Q1	3 337,8	2 381,4	817,8	127,8	10,9	8 457,8	5 056,9	1 133,0	2 266,9	1,0	1 243,9	223,6	540,4
Q2	3 380,3	2 409,1	833,1	127,3	10,8	8 529,0	5 060,9	1 203,4	2 263,4	1,3	1 299,6	221,8	533,8
Q3	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,8	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
Q4 ^(p)	3 431,3	2 500,6	792,7	133,7	4,3	8 755,0	5 197,6	1 254,6	2 301,3	1,5	1 306,1	231,5	544,5
2024 Juli	3 364,7	2 398,2	830,0	126,9	9,6	8 550,5	5 057,8	1 227,8	2 264,0	0,9	1 268,2	215,3	539,7
Aug.	3 363,8	2 395,9	831,9	126,3	9,7	8 589,4	5 089,2	1 232,9	2 266,3	1,0	1 304,4	218,0	543,5
Sept.	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,8	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
Okt.	3 378,3	2 422,1	816,0	127,5	12,7	8 658,0	5 122,0	1 267,7	2 267,3	0,9	1 319,2	220,5	548,7
Nov.	3 408,7	2 453,5	812,2	129,8	13,2	8 698,4	5 164,8	1 261,6	2 271,2	0,8	1 334,3	229,4	563,5
Dez. ^(p)	3 431,3	2 500,6	792,7	133,7	4,3	8 755,0	5 197,6	1 254,6	2 301,3	1,5	1 306,1	231,5	544,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	95,1	75,7	16,5	2,9	0,1	296,2	54,2	233,9	8,0	0,1	56,5	3,4	-0,5
2024 Q1	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
Q2	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
Q3	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
Q4 ^(p)	62,1	88,7	-34,2	8,1	-0,5	131,5	105,3	-9,4	35,1	0,5	-36,4	0,1	-7,1
2024 Juli	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
Aug.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
Sept.	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
Okt.	9,5	14,9	-8,9	1,9	1,6	36,8	29,2	6,6	1,1	0,0	-14,7	-10,0	-2,7
Nov.	26,2	28,8	-5,1	2,3	0,3	38,2	43,2	-8,6	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
Dez. ^(p)	26,4	45,0	-20,2	3,9	-2,3	56,4	32,9	-7,4	30,2	0,8	-30,4	1,8	-19,0
Wachstumsraten													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
Q2	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Q3	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Q4 ^(p)	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1
2024 Juli	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
Aug.	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sept.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Okt.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
Nov.	2,3	1,7	4,6	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,7	1,6	4,6
Dez. ^(p)	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 493,3	13 034,1	13 253,2	5 123,2	6 648,1	1 124,8	138,0	1 560,8	898,4
2024	6 258,1	987,9	5 244,3	15 761,5	13 245,5	13 500,5	5 182,7	6 676,5	1 246,4	139,9	1 578,8	937,2
2024 Q1	6 220,9	977,6	5 217,8	15 545,4	13 045,5	13 276,9	5 115,5	6 642,2	1 150,6	137,2	1 569,9	930,1
Q2	6 195,5	978,6	5 191,1	15 572,5	13 101,2	13 339,7	5 127,6	6 644,8	1 197,9	130,9	1 554,2	917,1
Q3	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6
Q4	6 258,1	987,9	5 244,3	15 761,5	13 245,5	13 500,5	5 182,7	6 676,5	1 246,4	139,9	1 578,8	937,2
2024 Juli	6 222,2	973,9	5 222,6	15 597,0	13 125,3	13 357,4	5 124,8	6 645,6	1 222,7	132,2	1 547,0	924,7
Aug.	6 234,1	976,8	5 231,7	15 614,8	13 133,2	13 366,9	5 128,0	6 655,4	1 216,5	133,3	1 556,4	925,2
Sept.	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6
Okt.	6 245,8	986,6	5 233,4	15 667,9	13 165,7	13 415,5	5 144,1	6 661,0	1 224,9	135,7	1 572,7	929,5
Nov.	6 276,3	990,3	5 260,2	15 686,1	13 179,0	13 419,4	5 149,6	6 673,6	1 221,2	134,6	1 576,0	931,0
Dez.	6 258,1	987,9	5 244,3	15 761,5	13 245,5	13 500,5	5 182,7	6 676,5	1 246,4	139,9	1 578,8	937,2
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1
2024	-64,7	-2,7	-62,5	268,2	226,6	269,0	67,1	44,2	113,7	1,6	10,7	30,9
2024 Q1	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6
Q2	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4
Q3	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9
Q4	5,3	10,7	-5,5	120,5	99,5	124,3	44,8	21,6	26,3	6,8	12,3	8,8
2024 Juli	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2
Aug.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3
Sept.	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9
Okt.	6,6	8,6	-1,9	35,4	22,0	40,9	7,3	0,2	11,7	2,8	10,5	2,9
Nov.	-6,3	4,7	-11,0	6,0	6,2	-3,1	3,5	13,3	-9,3	-1,2	-1,1	0,8
Dez.	4,9	-2,6	7,4	79,1	71,2	86,6	34,0	8,0	23,9	5,2	2,8	5,1
Wachstumsraten												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2024	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4
2024 Q1	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1
Q2	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
Q3	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
Q4	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4
2024 Juli	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3
Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0
Sept.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
Okt.	-0,8	-0,2	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,6	0,5	8,6	0,2	-0,1	3,8
Nov.	-0,7	0,5	-1,0	1,3	1,2	1,5	0,8	0,5	7,0	0,0	0,3	4,7
Dez.	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2022	5 126,5	5 126,4	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 138,2	907,3	1 090,3	3 125,6	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024	5 182,7	5 203,3	921,7	1 099,0	3 162,1	6 676,5	6 928,0	744,2	5 255,6	676,7
2024 Q1	5 115,5	5 131,7	890,3	1 088,1	3 137,1	6 642,2	6 873,7	738,9	5 221,4	682,0
Q2	5 127,6	5 145,0	899,9	1 087,7	3 140,1	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 138,7	5 160,8	912,4	1 088,6	3 137,7	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
Q4	5 182,7	5 203,3	921,7	1 099,0	3 162,1	6 676,5	6 928,0	744,2	5 255,6	676,7
2024 Juli	5 124,8	5 140,9	898,6	1 086,8	3 139,5	6 645,6	6 883,9	739,4	5 230,7	675,5
Aug.	5 128,0	5 135,9	898,0	1 086,3	3 143,6	6 655,4	6 890,7	741,5	5 239,5	674,3
Sept.	5 138,7	5 160,8	912,4	1 088,6	3 137,7	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
Okt.	5 144,1	5 162,5	920,4	1 088,5	3 135,2	6 661,0	6 907,5	741,7	5 240,6	678,7
Nov.	5 149,6	5 166,0	919,0	1 087,3	3 143,3	6 673,6	6 918,4	741,1	5 250,4	682,1
Dez.	5 182,7	5 203,3	921,7	1 099,0	3 162,1	6 676,5	6 928,0	744,2	5 255,6	676,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,0	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2024	67,1	78,1	11,6	13,3	42,3	44,2	76,8	25,6	28,8	-10,3
2024 Q1	-2,1	0,8	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
Q2	14,2	17,0	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
Q3	10,2	14,2	6,1	3,3	0,7	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
Q4	44,8	46,0	6,9	12,3	25,6	21,6	35,7	9,6	11,1	0,9
2024 Juli	-0,1	-1,4	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
Aug.	7,2	-1,2	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sept.	3,0	16,8	5,2	3,3	-5,5	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
Okt.	7,3	6,2	6,2	0,5	0,6	0,2	9,7	3,2	-3,2	0,2
Nov.	3,5	1,0	-2,4	-1,3	7,2	13,3	11,6	1,8	9,1	2,5
Dez.	34,0	38,9	3,2	13,1	17,8	8,0	14,4	4,5	5,2	-1,7
Wachstumsraten										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5
2024 Q1	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Q2	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Q4	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5
2024 Juli	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
Aug.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5
Sept.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Okt.	0,6	1,2	1,6	0,3	0,5	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8
Nov.	0,8	1,0	1,3	0,3	0,8	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dez.	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionsinrichtungen (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										
2022	639,4	6 732,9	1 783,0	45,7	2 110,7	2 793,4	1 332,5	346,2	137,2	147,2
2023	447,4	7 326,8	1 827,5	90,2	2 416,7	2 992,4	1 858,1	213,1	155,0	152,6
2024	377,7	7 834,1	1 843,9	116,5	2 587,2	3 286,5	2 691,0	227,6	140,4	135,9
2024 Q1	395,4	7 457,1	1 828,2	103,9	2 492,2	3 032,8	2 050,3	225,6	178,0	174,2
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 530,1	3 057,9	2 243,6	298,5	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,1	246,3	184,9	188,5
Q4 ^(p)	377,7	7 834,1	1 843,9	116,5	2 587,2	3 286,5	2 691,0	227,6	140,4	135,9
2024 Juli	404,8	7 578,3	1 821,5	111,6	2 528,5	3 116,8	2 342,4	181,3	166,9	154,9
Aug.	419,2	7 608,9	1 822,6	112,7	2 537,4	3 136,3	2 397,6	231,3	193,2	170,7
Sept.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,1	246,3	184,9	188,5
Okt.	445,4	7 752,7	1 832,2	115,7	2 560,6	3 244,2	2 602,9	258,3	169,6	172,2
Nov.	424,2	7 806,0	1 839,7	115,9	2 575,9	3 274,5	2 642,4	309,1	176,8	164,0
Dez. ^(p)	377,7	7 834,1	1 843,9	116,5	2 587,2	3 286,5	2 691,0	227,6	140,4	135,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,2	-208,2	19,7	9,0
2024	-69,2	293,3	16,4	26,3	169,1	81,5	574,0	4,0	-12,0	-16,7
2024 Q1	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	139,3	18,3	25,6	21,5
Q2	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	150,2	49,3	4,6	2,3
Q3	-7,7	68,5	7,5	4,4	40,7	15,9	173,7	-26,7	2,4	12,0
Q4 ^(p)	-25,6	69,2	5,6	2,2	6,5	55,0	110,7	-36,9	-44,5	-52,6
2024 Juli	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,6	-15,7	-21,6
Aug.	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,4	28,0	26,4	15,8
Sept.	-16,4	33,0	11,1	1,6	13,9	6,3	61,4	35,9	-8,3	17,8
Okt.	42,5	10,5	-3,0	1,4	4,6	7,4	46,3	-12,8	-15,3	-16,3
Nov.	-21,5	7,8	5,4	0,2	2,0	0,3	8,4	67,8	7,2	-8,2
Dez. ^(p)	-46,6	50,9	3,2	0,6	-0,2	47,2	56,0	-91,9	-36,3	-28,1
Wachstumsraten										
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2024	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9
2024 Q1	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1
Q2	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
Q3	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
Q4 ^(p)	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9
2024 Juli	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0
Aug.	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6
Sept.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
Okt.	0,6	3,7	0,1	47,0	8,7	0,9	-	-	5,6	13,7
Nov.	0,2	3,6	0,6	37,4	8,0	0,9	-	-	5,3	1,2
Dez. ^(p)	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,6	.	.	.	.	-1,8
Q2	-3,5	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,4

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen					Vermögens- wirksame Einnahmen	Ausgaben					Vermögens- wirksame Ausgaben	
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ins- gesamt		Laufende Ausgaben				Ins- gesamt		
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern			Nettosozial- beiträge	Arbeitsnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben			Sozial- ausgaben
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 Q4	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 Q1	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
Q2	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3
Q3	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1

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
					Ins- gesamt	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 Q4	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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		
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5	
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0	
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7	
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6	
2023 Q4	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6	
2024 Q1	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6	
Q2	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8	
Q3	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung	
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5	
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2024	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9	
2024 Q1	12,8	11,4	3,8	1,3	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5	
Q2	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8	
Q3	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9	
Q4	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9	
2024 Juli	12,9	11,5	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,4	2,3	2,1	1,6	3,8	2,8	
Aug.	13,0	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8	
Sept.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9	
Okt.	13,2	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9	
Nov.	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9	
Dez.	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9	

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										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 Q4	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 Q1	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
Q2	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Q3	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
Verschuldung										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 Q4	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 Q1	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
Q2	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
Q3	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7
Finanzierungssaldo										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 Q4	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 Q1	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
Q2	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
Q3	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
Verschuldung										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 Q4	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 Q1	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
Q2	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
Q3	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2025

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 29. Januar 2025.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-25-044-EN-QN (Online-Version)