



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2025



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2    Konjunkturentwicklung	17
3    Preise und Kosten	24
4    Finanzmarktentwicklungen	31
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	37
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	43
<b>Kästen</b>	<b>47</b>
1    Weshalb entwickeln sich die Unternehmensinvestitionen im Euroraum nicht so dynamisch wie in den Vereinigten Staaten?	47
2    Hat die Exporttätigkeit des Euroraums den Anschluss im Tech- Bereich verpasst?	53
3    Der steigende Energiebedarf durch künstliche Intelligenz und dessen Auswirkungen auf die Rohstoffpreise	60
4    Prognosen der Nachfrage nach Arbeitskräften im Euroraum anhand von Earnings Calls	64
5    Entwicklung der Mieten im Euroraum: Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen	68
6    Erkenntnisse über die relative Entwicklung des Preisauftriebs bei Waren und Dienstleistungen	76
7    Die Kreditbedingungen im Euroraum aus Sicht der Banken und Unternehmen – ein Vergleich auf Basis von EZB-Umfragen	81
8    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 23. Oktober 2024 bis zum 4. Februar 2025	86
<b>Aufsatz</b>	<b>92</b>
1    Entwicklungen im jüngsten Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euroraum	92
<b>Statistik</b>	<b>113</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Überblick

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 6. März 2025, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – des Zinssatzes, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission durch den EZB-Rat wider.

Der Disinflationsprozess schreitet gut voran. Die Inflation hat sich im Wesentlichen weiterhin im Einklang mit den Erwartungen der Fachleute der EZB entwickelt. So stimmen die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März eng mit den bisherigen Inflationsaussichten überein. Darin wird nun von einer Gesamtinflation von durchschnittlich 2,3 % für 2025, 1,9 % für 2026 und 2,0 % für 2027 ausgegangen. In der Aufwärtskorrektur der Gesamtinflation für 2025 spiegelt sich eine stärkere Energiepreisdynamik wider. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel belaufen sich die Projektionen auf durchschnittlich 2,2 % für 2025, 2,0 % für 2026 und 1,9 % für 2027.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des mittelfristigen Zielwerts des EZB-Rats von 2 % einpendeln wird. Die Binneninflation bleibt hoch, vor allem weil 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 zum Teil ab.

Die Geldpolitik wird spürbar weniger restriktiv, da durch die Zinssenkungen die Aufnahme neuer Kredite für Unternehmen und private Haushalte günstiger wird und das Kreditwachstum anzieht. Zugleich wird die Lockerung der Finanzierungsbedingungen dadurch gebremst, dass sich die vorangegangenen Zinserhöhungen nach wie vor auf den Kreditbestand auswirken. Die Kreditvergabe bleibt insgesamt gedämpft. Die Wirtschaft ist mit anhaltenden Herausforderungen konfrontiert, und die Wachstumsprojektionen der EZB wurden erneut gesenkt – auf 0,9 % für 2025, 1,2 % für 2026 und 1,3 % für 2027. In den Abwärtsrevisionen für 2025 und 2026 kommen niedrigere Exporte und anhaltend schwache Investitionen zum Ausdruck. Dies ist teilweise auf eine hohe Unsicherheit hinsichtlich der Handelspolitik sowie auf eine allgemeine politische Unsicherheit zurückzuführen. Steigende Realeinkommen und die allmählich nachlassenden Auswirkungen früherer Zinserhöhungen bleiben die wichtigsten Faktoren, die dem erwarteten Anziehen der Nachfrage im Zeitverlauf zugrunde liegen.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Insbesondere in der gegenwärtigen Situation, die von wachsender Unsicherheit geprägt ist, wird die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf dessen 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.

## Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft des Euroraums dürfte im vierten Quartal 2024 leicht gewachsen sein. In den ersten beiden Monaten 2025 setzten sich zahlreiche Verlaufsmuster des vergangenen Jahres fort. Das verarbeitende Gewerbe bremst nach wie vor das Wachstum, auch wenn sich die Umfrageindikatoren verbessern. Die hohe Unsicherheit im In- und Ausland hemmt die Investitionstätigkeit. Zudem werden die Exporte durch Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit belastet. Indes erweist sich der Dienstleistungssektor als widerstandsfähig. Darüber hinaus unterstützen das steigende Einkommen der privaten Haushalte und der robuste Arbeitsmarkt ein allmähliches Anziehen der Konsumausgaben, obwohl das Verbrauchervertrauen nach wie vor fragil ist und die Sparquoten hoch sind.

Die Arbeitslosenquote verharrte im Januar 2025 bei ihrem historischen Tiefstand von 6,2 %, und die Beschäftigung ist den Schätzungen zufolge im Schlussquartal 2024 um 0,1 % gestiegen. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich hingegen abgeschwächt, und jüngste Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das Beschäftigungswachstum in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres gedämpft ausgefallen ist.

Die anhaltend hohe geopolitische und politische Unsicherheit dürfte das Wirtschaftswachstum im Euroraum – und insbesondere das Wachstum der Investitionen und Exporte – belasten und die erwartete Erholung bremsen. Bereits Ende 2024 war das Wachstum leicht hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Sowohl innenpolitisch als auch in Bezug auf die Handelspolitik ist die Unsicherheit hoch. Auch wenn in der Basisprojektion nur die Auswirkungen der neuen Zölle auf den Handel zwischen den Vereinigten Staaten und China berücksichtigt sind, dürften die negativen Auswirkungen der Unsicherheit, die angesichts möglicher weiterer Änderungen der internationalen Handelspolitik insbesondere gegenüber der EU besteht, die Exporte des Euroraums und die hiesigen Investitionen belasten. In Verbindung mit den anhaltenden Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit dürfte dies den Exportmarktanteil des Euroraums weiter schrumpfen lassen. Trotz dieser widrigen Faktoren sind die Voraussetzungen dafür gegeben, dass das BIP-Wachstum im Euroraum über den Projektionszeitraum hinweg wieder an Fahrt gewinnt. Steigende Reallöhne und Beschäftigtenzahlen dürften vor dem Hintergrund eines starken, aber sich allmählich abkühlenden Arbeitsmarkts eine Erholung stützen, zu der der Konsum nach wie vor einen

wesentlichen Wachstumsbeitrag leistet. Die Binnennachfrage sollte auch durch eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen gestützt werden, die sich aus den Markterwartungen zur künftigen Zinsentwicklung ergibt. Der Arbeitsmarkt dürfte robust bleiben, wobei die Arbeitslosenquote 2025 bei durchschnittlich 6,3 % liegen und 2027 leicht auf 6,2 % sinken sollte. Einige konjunkturelle Faktoren, die in jüngster Zeit zu Produktivitätseinbußen geführt haben, schwächen sich allmählich ab. Daher dürfte die Produktivität über den Projektionszeitraum hinweg steigen, wenngleich strukturelle Herausforderungen bestehen bleiben. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Erwartungen zufolge 2025 bei 0,9 % liegen und in den Jahren 2026 und 2027 auf 1,2 % bzw. 1,3 % steigen. Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2024 sind die Aussichten für das BIP-Wachstum sowohl für 2025 als auch für 2026 um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Für 2027 sind sie unverändert geblieben. Zurückzuführen sind die schwächeren Aussichten vor allem auf Abwärtsrevisionen bei den Exporten und – in geringerem Maße – bei den Investitionen. Darin spiegeln sich zum einen die Auswirkungen der Unsicherheit wider, die sich als stärker erwiesen haben als zuvor angenommen, und zum anderen die Erwartung, dass die Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit länger bestehen bleiben als erwartet.

Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen dürften die Wirtschaft produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger machen. Der von der Europäischen Kommission eingerichtete Kompass für Wettbewerbsfähigkeit sieht einen konkreten Maßnahmenfahrplan vor, und die darin enthaltenen Vorschläge sollten zügig angenommen werden. Die Regierungen sollten im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU für tragfähige öffentliche Finanzen sorgen und wesentliche wachstumsfördernde Strukturreformen sowie strategische Investitionen priorisieren.

## Inflation

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge belief sich die jährliche Inflationsrate im Februar 2025 auf 2,4 % nach 2,5 % im Vormonat und 2,4 % im Dezember 2024. Der Preisauftrieb bei Energie verlangsamte sich auf 0,2 %. Dem war ein starker Anstieg auf 1,9 % im Januar vorausgegangen (nach 0,1 % im Dezember 2024). Im Gegensatz dazu stieg die Inflation bei Nahrungsmitteln auf 2,7 %. Im Januar hatte sie noch 2,3 % und im Dezember 2,6 % betragen. Die Teuerung bei Waren erhöhte sich leicht auf 0,6 %. Der Preisauftrieb bei Dienstleistungen ging zurück, und zwar auf 3,7 % nach 3,9 % im Januar und 4,0 % im Dezember 2024.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation deuten auf eine nachhaltige Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % hin. Die Binneninflation, die der Teuerung bei Dienstleistungen eng folgt, ging im Januar 2025 zurück. Sie ist jedoch nach wie vor hoch, da sich die Löhne und einige Dienstleistungspreise derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den zurückliegenden Inflationsschub anpassen. Zugleich deuten die jüngsten

Tarifverhandlungen auf ein kontinuierliches Nachlassen des Arbeitskostendrucks hin.

Die HVPI-Gesamtinflation ist in den letzten Monaten gestiegen. Sie dürfte sich aber im Lauf des Jahres 2025 leicht abschwächen, anschließend weiter sinken und sich ab dem ersten Quartal 2026 um das Inflationsziel des EZB-Rats von 2,0 % bewegen. Zu Beginn des Projektionszeitraums dürften aufwärtsgerichtete Basiseffekte bei der Energiekomponente und ein stärkerer Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln die Abwärtseffekte, die sich aus einem Rückgang der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ergeben, weitgehend ausgleichen. Der Anstieg der Energierohstoffpreise zum Jahreswechsel wird sich 2025 in der Jahresänderungsrate der Energiepreise niederschlagen. Obwohl davon ausgegangen wird, dass die Öl- und Gaspreise im Einklang mit den Terminpreisen sinken werden, dürfte die Inflationsrate für Energie über den gesamten Projektionszeitraum hinweg weiterhin im positiven Bereich liegen, wenn auch unter dem historischen Durchschnitt. Im Jahr 2027 dürfte die Teuerung bei Energie durch die Einführung neuer Klimaschutzmaßnahmen Auftrieb erhalten. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln wird den Projektionen zufolge bis Mitte 2025 anziehen, hauptsächlich aufgrund des jüngsten kräftigen Anstiegs der Nahrungsmittelrohstoffpreise. Im Anschluss daran wird sie zurückgehen und 2027 bei durchschnittlich 2,2 % liegen. Die HVPIX-Inflation dürfte Anfang 2025 zu sinken beginnen, da der Effekt der verzögerten Preisanpassung nachlässt, der Lohndruck zurückgeht und die Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung weiterhin auf die Verbraucherpreise durchschlagen. Hauptursache für die rückläufige Entwicklung der HVPIX-Inflation wird den Erwartungen zufolge ein Rückgang des bisher recht hartnäckigen Preisauftriebs bei Dienstleistungen sein. Insgesamt dürfte sich die HVPIX-Inflation von 2,2 % im Jahr 2025 auf 1,9 % im Jahr 2027 abschwächen. Das zurzeit immer noch erhöhte Lohnwachstum dürfte sich weiter verlangsamen, da der vom Inflationsausgleich ausgehende Druck nachlässt. In Verbindung mit der erwarteten Erholung des Produktivitätswachstums dürfte dies dazu führen, dass die Lohnstückkosten deutlich langsamer steigen. Der inländische Preisdruck dürfte infolgedessen weiter nachlassen, und die Gewinnmargen dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg erholen. Der externe Preisdruck, der sich in den Einfuhrpreisen widerspiegelt, dürfte unter der Annahme einer unveränderten EU-Zollpolitik moderat bleiben. Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2024 sind die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation für 2025 um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert worden, weil von höheren Energierohstoffpreisen ausgegangen wurde und der Euro abwertete. Für 2027 sind sie indessen geringfügig nach unten angepasst worden, was den etwas schwächeren Aussichten für die Energiekomponente am Ende des Projektionszeitraums geschuldet ist.

Insgesamt führte die Annahme eines stärkeren Preisauftriebs bei Energie dazu, dass die Fachleute der EZB die Projektionen für die Gesamtinflation im Jahr 2025 nach oben revidierten. Gleichzeitig erwarten sie, dass die Kerninflation weiterhin nachgeben wird, da der Arbeitskostendruck weiter nachlässt und die vorangegangene geldpolitische Straffung die Preise nach wie vor belastet. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %.

All diese Faktoren werden eine nachhaltige Rückkehr der Inflation auf den Zielwert des EZB-Rats begünstigen.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Eine Verschärfung der Handelsspannungen würde das Wachstum im Euroraum verringern, da sie zu sinkenden Exporten und einer Abschwächung der globalen Konjunktur führen würde. Die anhaltende Unsicherheit im Hinblick auf die globale Handelspolitik könnte die Investitionstätigkeit belasten. Die geopolitischen Spannungen, zu denen etwa der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten zählen, stellen ebenfalls nach wie vor einen großen Unsicherheitsfaktor dar. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung länger anhalten als erwartet, könnte dies ein niedrigeres Wachstum nach sich ziehen. Höher ausfallen könnte es hingegen, wenn günstigere Finanzierungsbedingungen und eine sinkende Inflation eine raschere Erholung der inländischen Konsum- und Investitionsausgaben ermöglichen. Auch eine Aufstockung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte das Wachstum beschleunigen.

Zunehmende Spannungen im Welthandel führen zu mehr Unsicherheit bei den Inflationsaussichten im Euroraum. Eine allgemeine Verschärfung der Handelsspannungen könnte eine Abwertung des Euro und einen Anstieg der Importkosten zur Folge haben, was wiederum Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben würde. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Euroraums aufgrund von höheren Zöllen und einer Umleitung der Exporte von Ländern mit Überkapazitäten in den Euroraum würde unterdessen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Geopolitische Spannungen bewirken im Hinblick auf Energiemärkte, Verbrauchervertrauen und Unternehmensinvestitionen Inflationsrisiken in beide Richtungen. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klimakrise allgemein könnten dazu führen, dass die Nahrungsmittelpreise stärker steigen als erwartet. Die Inflation könnte höher ausfallen, wenn die Löhne oder die Gewinne deutlicher steigen als erwartet. Eine Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflation durch ihren Effekt auf die Gesamtnachfrage ebenfalls anheizen. Die Inflation könnte jedoch auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Nach der EZB-Ratssitzung am 30. Januar 2025 sanken die Marktzinsen im Euroraum. Im Vorfeld der Sitzung vom 6. März stiegen sie indes infolge eines geänderten Ausblicks für die Finanzpolitik an. Die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte wird aufgrund der Leitzinssenkungen allmählich günstiger, und das Wachstum der Kreditvergabe zieht an. Zugleich wird die Lockerung der Finanzierungsbedingungen dadurch gebremst, dass sich die vorangegangenen



Zinserhöhungen nach wie vor auf den Kreditbestand auswirken. Die Kreditvergabe bleibt insgesamt gedämpft.

Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite verringerte sich von 4,4 % im Dezember 2024 auf 4,2 % im Januar 2025. Im Gegensatz dazu stiegen die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung auf 3,7 % und lagen somit 0,2 Prozentpunkte über ihrem Wert vom Dezember. Im selben Zeitraum verringerte sich der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite von 3,4 % auf 3,3 %.

Das Wachstum der Bankkredite an Unternehmen erhöhte sich infolge von moderaten monatlichen Zuflüssen neuer Kredite im Januar auf 2,0 % nach 1,7 % im Dezember. Die jährliche Wachstumsrate der von Unternehmen emittierten Schuldverschreibungen erhöhte sich auf 3,4 %. Der allmähliche Anstieg der Vergabe von Hypothekarkrediten setzte sich mit einer Jahreswachstumsrate von 1,3 % fort, blieb aber insgesamt verhalten.

## Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 12. März 2025 auf 2,50 %, 2,65 % bzw. 2,90 % 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.

## Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 6. März 2025, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – des Zinssatzes, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission durch den EZB-Rat wider. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Insbesondere in der gegenwärtigen Situation, die von wachsender Unsicherheit geprägt ist, wird die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf dessen 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.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Im Berichtszeitraum vom 30. Januar bis zum 5. März 2025 blieb das Weltwirtschaftswachstum stabil, obgleich die jüngste Handelspolitik der Vereinigten Staaten auf stärkeren Gegenwind in der Zukunft schließen lässt. Das Wachstum des Welthandels schwächte sich Ende 2024 ab, und die US-Zölle gefährden die bestehenden Handelsnetzwerke. Die Aussichten für das globale Wachstum und den Welthandel, die sich aus den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2025 ergeben, wurden aufgrund der jüngst eingeführten US-Zölle und der erhöhten handelspolitischen Unsicherheit nach unten revidiert. In den OECD-Mitgliedstaaten stieg die Gesamtinflation infolge höherer Preise für Energie und Nahrungsmittel leicht an, wohingegen die Kerninflation weiter zurückging. Im Projektionszeitraum (2025-2027) dürfte sich die Gesamtinflation in den großen Industrie- und Schwellenländern allmählich weiter abschwächen. Gleichwohl wurden die Projektionen für die Gesamtinflation für 2025 nach oben revidiert, worin sich das Überwälzen der Zölle auf die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten und in geringerem Maße auch in China widerspiegelt. Insgesamt sorgen die jüngst angekündigten politischen Maßnahmen in den USA für erhebliche Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten.*

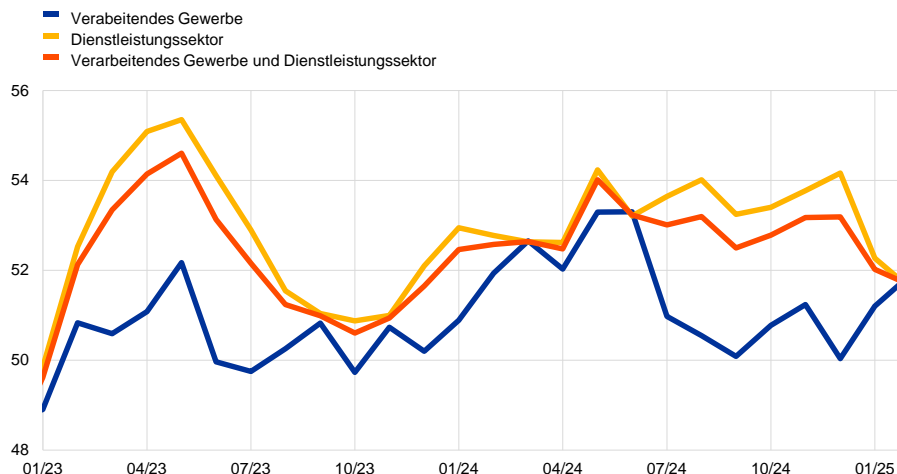
**Das globale Wirtschaftswachstum blieb zum Jahreswechsel stabil, doch die jüngsten Änderungen des handelspolitischen Kurses der Vereinigten Staaten könnten einen stärkeren Gegenwind in der Zukunft implizieren.**

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) lag nach wie vor im expansiven Bereich, ging aber im Februar 2025 aufgrund einer Abschwächung im Dienstleistungssektor zurück (siehe Abbildung 1). In der zweiten Jahreshälfte 2024 war der Dienstleistungssektor noch der wichtigste Wachstumstreiber gewesen. Die Stimmungseintrübung im Dienstleistungssektor war in den meisten großen Volkswirtschaften zu beobachten, aber in den Vereinigten Staaten am stärksten ausgeprägt. Insgesamt deutet das jüngste Nowcasting-Modell der EZB für das globale BIP, das neben den EMIs auch eine breite Palette makroökonomischer Indikatoren umfasst, weiterhin auf ein stabiles vierteljährliches Wachstum von rund 1,0 % im ersten Quartal 2025 hin. Gleichwohl werden die kurzfristigen Wachstumsaussichten durch die jüngsten Änderungen der US-Handelspolitik getrübt. Neben neuen Zöllen gegen China implizieren diese auch eine zunehmende handelspolitische Unsicherheit, die die globalen Investitionen bremsen dürfte.

## 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 Februar 2025.

### Die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft dürften moderat bleiben und sich über den Projektionszeitraum hinweg leicht eintrüben.

Den Projektionen zufolge wird sich das globale reale BIP 2025 um 3,4 % erhöhen, bevor es sich dann in den Jahren 2026 und 2027 auf 3,2 % abschwächt. Der genaue Zeitpunkt und Umfang der jüngst angekündigten handelspolitischen Maßnahmen der Vereinigten Staaten ist zwar noch unklar. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2025 wurden allerdings schon die US-Zölle auf Einfuhren aus China, die am 4. Februar (d. h. vor Redaktionsschluss für die Projektionen am 19. Februar 2025) in Kraft traten, sowie die Gegenmaßnahmen Chinas berücksichtigt.<sup>1</sup> Gegenüber den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2024 wurde das globale Wachstum für die Jahre 2025 und 2026 um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert, da die neu verhängten Zölle und die höhere handelspolitische Unsicherheit die Konjunktur belasten dürften. Der für 2026 und 2027 prognostizierte leichte Wachstumsrückgang des globalen BIP spiegelt eine Abkühlung in China und in den Vereinigten Staaten wider. In China ist die Abschwächung vor dem Hintergrund der ungünstigen demografischen Entwicklung zu sehen und in den Vereinigten Staaten vor dem Hintergrund der mittelfristig negativen Auswirkungen der US-Politik (z. B. einer geringeren Zuwanderung).<sup>2</sup> Für die globalen Aussichten überwiegen die Abwärtsrisiken, die sich aus weiteren angedrohten US-Zöllen (z. B. Abgaben auf Stahl und Aluminium sowie Zölle auf Importgüter aus Kanada, Mexiko und der

<sup>1</sup> Am 1. Februar 2025 kündigten die Vereinigten Staaten eine Anhebung des Zollsatzes um 10 Prozentpunkte für alle chinesischen Waren an, was einen signifikanten Schritt im anhaltenden Handelskonflikt darstellt. Als Gegenreaktion verhängte China Zölle auf 80 US-Produkte, darunter Flüssigerdgas (LNG), Kohle und landwirtschaftliche Geräte, wodurch sich der Zoll auf US-Importe effektiv um 1 Prozentpunkt erhöhte. Die US-Zölle auf chinesische Importgüter traten am 4. Februar und die Gegenzölle Chinas am 10. Februar in Kraft. Darüber hinaus ist die Ausfuhr von kritischen Metallen wie Tellur und Wolfram aus China seit dem 4. Februar genehmigungspflichtig.

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2025.

Europäischen Union) und den aktuell vorherrschenden geopolitischen Spannungen ergeben.

**Das Wachstum des Welthandels schwächte sich Ende 2024 ab und dürfte sich den Projektionen zufolge angesichts der Auswirkungen der Zölle, der erhöhten handelspolitischen Unsicherheit, der ungünstigeren Zusammensetzung der Nachfrage und der nachlassenden Effekte des zuvor verzeichneten Vorziehens von Importen verlangsamen.**

Die leichte Stimmungsaufhellung im verarbeitenden Gewerbe und die geringfügige Verbesserung der Industrieproduktion könnten die Entwicklung des Welthandels im ersten Quartal 2025 stützen. Allerdings verliehen zum Jahreswechsel vor allem Komponenten mit geringer Handelsintensität, d. h. die öffentlichen und privaten Konsumausgaben, dem Weltwirtschaftswachstum Schwung. Außerdem dürften die erhöhte handelspolitische Unsicherheit und die langsamere geldpolitische Lockerung in den Vereinigten Staaten die Investitionen in der Zukunft belasten. Dies dürfte den Handel überproportional stark treffen, da Investitionen tendenziell sehr handelsintensiv sind. Im Zuge der neuen Zölle dürfte 2025 zudem das Vorziehen von Handelsaktivitäten allmählich an Bedeutung verlieren. Dieses hatte im vergangenen Jahr den Welthandel gestützt, da sich insbesondere Unternehmen in den Vereinigten Staaten in Erwartung potenzieller Handelsstörungen mit ausländischen Vorleistungen eindeckten. Dass 2025 zum Teil weniger Importe vorgezogen werden könnten, dürfte auch die Nachfrage im laufenden Jahr belasten. Dies betrifft vor allem die Industrieländer, die im Vorjahr Einfuhren aus Schwellenländern vorgezogen hatten. Überdies dürften die Handelsströme über den Projektionszeitraum hinweg erheblich durch Zölle beeinflusst werden. In den Projektionen vom März 2025 wurden umfangreiche Abwärtsrevisionen bei den Ein- und Ausfuhren in den Vereinigten Staaten und China für die Jahre 2025 bis 2027 vorgenommen, die sich jeweils kumuliert auf 1,0 bis 1,5 Prozentpunkte belaufen. Vor diesem Hintergrund dürfte sich das Wachstum der Auslandsnachfrage im Euroraum den Projektionen zufolge von 3,4 % im Jahr 2024 auf 3,2 % im Jahr 2025 und auf 3,1 % in den Jahren 2026 und 2027 abschwächen. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2024 wurden die Wachstumsraten somit deutlich nach unten revidiert.

**Die weitere Zuspitzung der Handelskonflikte stellt eine Gefahr für die reibungslose Funktionsfähigkeit der bestehenden Handelsnetzwerke dar.**

Die Aussichten für den Handel sind mit Unsicherheit behaftet, da die grenzüberschreitenden Handelsströme durch protektionistische Maßnahmen erheblich beeinträchtigt werden könnten. Die von den Vereinigten Staaten verhängten Zölle gegen Kanada und Mexiko würden rund ein Drittel der gesamten Wareneinfuhren der USA bzw. etwa drei Viertel der gesamten Warenausfuhren Kanadas und Mexikos betreffen. Dabei dürften die Auswirkungen der Zölle durch die starke Vernetzung der Lieferketten in Nordamerika noch verstärkt werden.<sup>3</sup> Am 10. Februar 2025 gab die US-Regierung bekannt, dass Stahl und Aluminium bei Einfuhr in die Vereinigten Staaten ab dem 12. März mit Zöllen in Höhe von 25 %

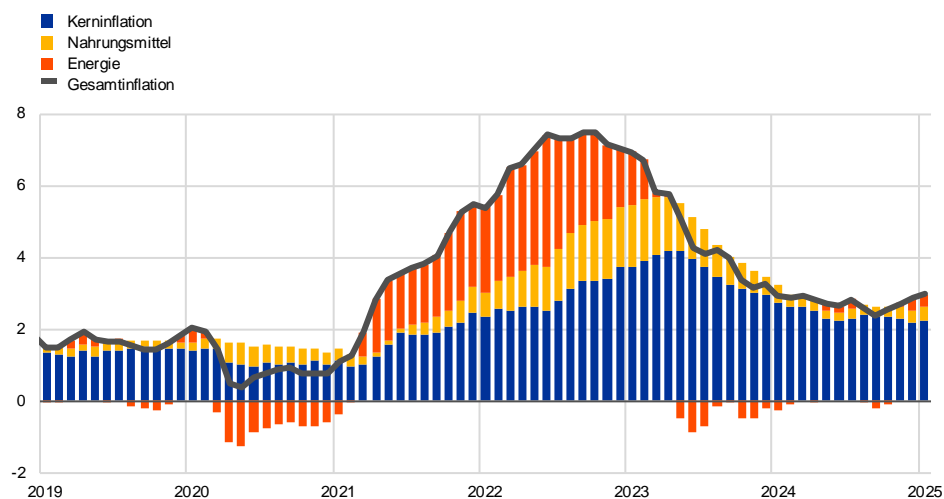
<sup>3</sup> Die Dekrete zur Umsetzung der gegen Kanada und Mexiko verhängten Zölle wurden am 1. Februar vom US-Präsidenten unterzeichnet und sollten ab dem 4. Februar in Kraft treten. Die Umsetzung wurde dann um einen Monat aufgeschoben (bis zum 4. März). Am 6. März kündigte die US-Regierung eine vorübergehende Aussetzung der Zölle auf Waren an, die dem Handelsabkommen „United States-Mexico-Canada Agreement“ (USMCA) entsprechen. Diese Regelung soll bis zum 2. April gelten.

belegt werden sollen.<sup>4</sup> Obwohl diese Waren mit 2 % nur einen geringen Anteil an den US-Einfuhren insgesamt ausmachen, dürften die Verbraucher in den Vereinigten Staaten und die Wirtschaftszweige auf den nachgelagerten Stufen der Lieferketten (z. B. die Automobilindustrie) davon durchaus in Mitleidenschaft gezogen werden. Darüber hinaus beauftragte Präsident Trump am 12. Februar seine Berater, einen umfassenden Plan für reziproke Zölle auszuarbeiten. Des Weiteren kündigte er am 18. Februar Zölle auf Autos, Arzneimittel und Halbleiter an. Am 21. Februar sprach er sich für eine Überprüfung der von den Handelspartnern erhobenen Zölle auf digitale Dienstleistungen der Vereinigten Staaten aus, am 26. Februar verkündete er Importzölle in Höhe von 25 % auf Waren aus Europa und am 27. Februar eine Abgabenerhöhung um weitere 10 % für China.

**Vor dem Hintergrund eines leichten Anstiegs der Kerninflation hat sich die Gesamtinflation in den Mitgliedstaaten der OECD beschleunigt.** Die am VPI gemessene jährliche Teuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) erhöhte sich im Januar 2025 auf 3,0 %, verglichen mit 2,9 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Diese geringfügige Zunahme der Gesamtinflation war zum Teil auf höhere Energiepreise zurückzuführen, während der Beitrag der Nahrungsmittelpreise weitgehend stabil blieb. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete VPI-Kernrate erhöhte sich leicht auf 3,1 %.

**Abbildung 2**  
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: OECD-Aggregat ohne die Türkei. Das Aggregat wird unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025.

### Die VPI-Inflation dürfte – ungeachtet des jüngsten Anstiegs in den OECD-Mitgliedstaaten – in zahlreichen Industrie- und Schwellenländern über den

<sup>4</sup> Vorgesehen ist damit die Wiedereinführung des vollen Zollsatzes von 25 % auf Stahlimporte und eine Erhöhung der Zölle auf Aluminiumimporte von 10 % auf 25 %. Hierfür hat die US-Regierung alle genehmigten Ausnahmen außer Kraft gesetzt, die während der ersten Amtszeit von Präsident Trump gewährt worden waren. Daher dürften die Länder, die Ausnahmeregelungen ausgehandelt hatten, am stärksten von den neuen US-Zöllen betroffen sein. Zudem schließen die Zollabgaben in Höhe von 25 % nun auch Stahl- und Aluminiumderivate ein.

**Projektionszeitraum weiter zurückgehen.** Wenngleich der Disinflationprozess in den OECD-Staaten Ende 2024 zu einem Stillstand gekommen zu sein scheint, wird sich die VPI-Inflation in einer weiter gefassten Gruppe von Industrie- und Schwellenländern gemäß den Projektionen vom März 2025 allmählich von 4,2 % im Jahr 2024 auf 2,5 % im Jahr 2027 verringern.<sup>5</sup> Die Abkühlung an den Arbeitsmärkten in den OECD-Ländern dürfte dafür sorgen, dass das nominale Lohnwachstum sinkt. Dadurch sollte sich die VPI-Gesamtinflation nach und nach dem von der jeweiligen Zentralbank verfolgten Ziel annähern. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2024 wird nun mit einer höheren VPI-Gesamtteuerung in der weiter gefassten Gruppe von Industrie- und Schwellenländern 2025 gerechnet. Grund hierfür ist das Durchwirken der Zölle auf die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten und – in geringerem Maße – in China. Für die Jahre 2026 und 2027 wurde die VPI-Inflation weltweit nach unten revidiert. Die aufwärtsgerichteten Effekte der Zölle werden durch andere Faktoren mehr als ausgeglichen. Dazu zählt vor allem eine Abwärtsrevision der VPI-Inflation in China, die einer verfestigten deflationären Entwicklung der Erzeugerpreise infolge eines anhaltenden Überangebots geschuldet ist.

**Die Preise für Rohöl der Sorte Brent sind im Berichtszeitraum um 5 % und jene für Gas in Europa um 12 % gesunken.** Die Sorgen über die Auswirkungen der Handelskonflikte auf die Weltwirtschaft übten Abwärtsdruck auf die Ölnotierungen aus. Verstärkt wurde dieser durch einen unerwarteten Anstieg der Rohölvorräte in den Vereinigten Staaten, der auf eine überraschend schwache Ölnachfrage in den USA hindeutet. Die europäischen Gaspreise zeigten sich sehr volatil, da die kalte Witterung und eine geringe Erzeugung erneuerbarer Energie die Preise zunächst ansteigen ließen, weil mehr Gas zum Heizen und zur Stromerzeugung verbraucht wurde. Nach der Ankündigung von Friedensverhandlungen im Krieg gegen die Ukraine sanken die Gaspreise am Kassamarkt allerdings. Das mildere Wetter und die Umleitung von LNG-Tankern nach Europa trugen hierzu ebenfalls bei. Die Metallpreise erhöhten sich indessen um 2 %. Dies war in erster Linie der Tatsache geschuldet, dass Händler mit Sitz in den Vereinigten Staaten vorsorglich Ankäufe tätigten, nachdem am 10. Februar Zölle auf Stahl und Aluminium angekündigt worden waren. Auch die am 25. Februar angedrohten Abgaben auf importiertes Kupfer spielten hierbei eine Rolle. Die Nahrungsmittelpreise gingen um 2 % zurück, da es bei den Notierungen für Kakao nach einem sprunghaften Anstieg Ende 2024 und Anfang 2025 zu leichten Kurskorrekturen nach unten kam.

**Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten dürfte sich laut den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März 2025 auf kurze Sicht weiterhin robust entwickeln. Gestützt werden dürfte sie vor allem durch ein kräftiges Wachstum der Konsumausgaben. Allerdings bauen sich infolge der politischen Maßnahmen in den USA Risiken auf.** Das Wachstum des realen BIP lag im vierten Quartal 2024 bei 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. Wachstumsmotor waren in erster Linie die privaten Konsumausgaben, die ihrerseits vom höheren real verfügbaren Einkommen profitierten. Die Unternehmensinvestitionen gingen indes

---

<sup>5</sup> Die Projektionen der EZB umfassen eine breiter gefasste Gruppe von Ländern, darunter insbesondere große Schwellenländer (beispielsweise China, Indien, Brasilien und Russland), die in der VPI-Teuerung für den OECD-Raum nicht berücksichtigt werden.

zurück. Laut dem jüngsten Nowcast der EZB dürfte das BIP in den Vereinigten Staaten im ersten Quartal 2025 nach wie vor ein robustes Wachstum aufweisen und um 0,6 % zum Vorquartal ansteigen. Die Verbraucher in den USA scheinen mehr und mehr von finanziellen Beschränkungen betroffen zu sein, wenngleich dies wohl nur in begrenztem Maße auf den Konsum ausstrahlt. Die Kreditkartenausfälle liegen inzwischen über ihrem Durchschnitt vor der Pandemie. Allerdings ist die Anzahl von Zwangsvollstreckungen und Insolvenzen bei den Verbrauchern im historischen Vergleich noch immer niedrig, und auch die Schuldendienstquote der privaten Haushalte entspricht annähernd dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Zudem sind die Kreditkartenausfälle vor allem bei den einkommensschwächeren Privathaushalten gestiegen, deren Anteil an den Konsumausgaben insgesamt aber nur bei 12 % liegt. Hinsichtlich der nominalen Preisentwicklung fielen die VPI-Daten für Januar zwar höher als erwartet aus, doch gibt es Hinweise, dass die Gesamt- wie auch die Kernrate der am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE) gemessenen Teuerung in nächster Zeit zurückgehen dürften. Dies wird auch durch die jüngst beobachtete Abschwächung des Anstiegs des Erzeugerpreisindex bestätigt. Insgesamt verlieren wichtige Inflationsursachen in den Vereinigten Staaten an Bedeutung. So sind die Indikatoren der Arbeitsmarkttension stetig gesunken und liegen nun wieder auf ihrem Vorpandemieniveau. Die Inflationsaussichten sind jedoch weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die von der US-Regierung ergriffenen Maßnahmen könnten den allmählichen Disinflationsprozess weiter verlangsamen, da die Zölle auf US-Importe auf die Verbraucherpreise überwälzt werden dürften. Zudem besteht die Gefahr, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt durch die strengeren Einwanderungsregeln und durch Abschiebungen wieder anspannt. Daher steigen die kurz- und langfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher in den Vereinigten Staaten allmählich. Dies könnte wiederum dafür sorgen, dass der Disinflationsprozess weiter an Fahrt verliert. Unterdessen beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve auf seiner Sitzung im Januar, den Leitzins unverändert zu belassen. Damit signalisierte er, dass er angesichts der noch immer robusten Konjunktur bei der Anpassung der Zinsen keinen Grund zur Eile sieht.

**In China trüben sich die Aussichten ein, da die Binnennachfrage weiterhin schwach ist und die Ausfuhren von den höheren US-Zöllen betroffen sind.**

Nachdem sich das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 2024 erhöht hatte, lassen die aktuellen Indikatoren auf eine Abschwächung der Wirtschaftsaktivität sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor schließen. Ein hochfrequenter Indikator für den privaten Konsum wies im Januar 2025 einen Rückgang auf. Dies deutet darauf hin, dass der von den früheren finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen ausgehende Impuls von kurzer Dauer war. Das Verbrauchervertrauen liegt durchweg im negativen Bereich und behindert somit eine breiter angelegte Belebung der Konsumausgaben. Auch die wichtigsten Indikatoren für den Immobilienmarkt fallen erneut verhalten aus. Zwar wird angenommen, dass die neuen US-Zölle das BIP-Wachstum nur mäßig belasten werden, doch ergeben sich Abwärtsrisiken aus einer weiteren Zuspitzung des Konflikts zwischen den USA und China. Allerdings könnte ein weiteres Konjunkturpaket, das die chinesischen Behörden im Dezember 2024 bereits angedeutet haben, die negativen Folgen mindern. Unterdessen stieg die am VPI gemessene Inflation in China im Januar auf



0,5 %, während die Preisentwicklung auf der Erzeugerebene mit -2,3 % weiterhin ein negatives Vorzeichen aufwies. Die VPI-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) erhöhte sich leicht von 0,4 % im Dezember 2024 auf 0,6 % im Januar 2025, wofür in erster Linie ein vorübergehender Anstieg der Dienstleistungspreise verantwortlich war. Zurückzuführen war dies wiederum auf eine Erholung der Geschäftstätigkeit in diesem Sektor, die von einer Ausweitung der finanzpolitischen Unterstützung für den Konsum profitierte. Insgesamt sorgen die schleppende Inlandsnachfrage und eine Überproduktion für einen intensiven Preiswettbewerb zwischen den Unternehmen. Dies lässt auf mittlere Sicht auf einen gedämpften Inflationsdruck schließen.

**Im Vereinigten Königreich zeigt sich die Konjunktur vor dem Hintergrund der anhaltenden Inflation nach wie vor verhalten.** Das reale BIP stieg im vierten Quartal 2024 mit einer vierteljährlichen Zuwachsrate von 0,1 % moderat an. Dabei leisteten die private Nachfrage und der Außenhandel einen negativen Wachstumsbeitrag, der zum Teil durch die positiven Wachstumsimpulse der Vorratsveränderungen und der höheren Staatsausgaben ausgeglichen wurde. Die schwachen kurzfristigen Indikatoren für die private Nachfrage deuten darauf hin, dass sich die schleppende Wachstumsentwicklung auch Anfang 2025 fortsetzen könnte. Die VPI-Gesamtinflation nahm hauptsächlich wegen des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln von 2,5 % im Dezember 2024 auf 3,0 % im Januar 2025 zu. Sie dürfte im gesamten Jahr 2025 auf einem erhöhten Stand bleiben, vor allem aufgrund der Verteuerung von Energie und der Änderungen der regulierten Preise, aber auch wegen der Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen, die im Haushaltsplan der Regierung vom Herbst 2024 angekündigt worden waren. Diese umfassen beispielsweise eine Erhöhung der von den Arbeitgebern zu leistenden Sozialversicherungsbeiträge. Auf ihrer Sitzung im Februar senkte die Bank of England ihren Leitzins um 25 Basispunkte. Dabei ging sie davon aus, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck stabil bleiben und der jüngste Anstieg der VPI-Gesamtinflation nicht zu zusätzlichen Zweitrundeneffekten in Bezug auf den zugrunde liegenden Inflationsdruck im Inland führen wird.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Gemäß den bei Redaktionsschluss vorliegenden Daten belief sich das Wirtschaftswachstum des Euroraums im vierten Quartal 2024 auf 0,1 % nach 0,4 % im dritten Quartal. Dabei stieg die Binnennachfrage, während die Exporte schrumpften. Die Beschäftigung erhöhte sich im vierten Quartal um 0,1 % und damit im selben Tempo wie das BIP. Nach Sektoren betrachtet dürfte die Wirtschaftstätigkeit in der Industrie im vierten Quartal weiter gesunken sein. Zurückzuführen war dies auf eine schwache Nachfrage nach Waren, Verluste an Wettbewerbsfähigkeit und eine erhöhte Unsicherheit. Der Dienstleistungssektor expandierte dagegen weiter, wozu vor allem nicht marktbestimmte Dienstleistungen beitrugen. Die Umfrageindikatoren weisen auf ein moderates Wachstum zum Jahresbeginn hin. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Dienstleistungssektor blieb gegenüber dem vierten Quartal weitgehend stabil und zeigte noch ein Wachstum an. Der Index für das verarbeitende Gewerbe hat sich zuletzt verbessert, signalisiert aber noch immer eine sinkende Produktion. Hier ist mit weiteren Erschwernissen durch zunehmenden Protektionismus und handelsverzerrende Maßnahmen zu rechnen, die das verarbeitende Gewerbe verglichen mit anderen Wirtschaftsbereichen unverhältnismäßig stark beeinträchtigen könnten. Der Arbeitsmarkt hat sich in den letzten Monaten abgeschwächt, bleibt aber robust. Die hohe Unsicherheit und anhaltende Verluste an Wettbewerbsfähigkeit dürften das Tempo der konjunkturellen Erholung des Euroraums in nächster Zeit etwas begrenzen. Gleichwohl dürfte die prognostizierte Erholung durch höhere Arbeitseinkommen und erschwinglichere Kredite gestützt werden.*

*Dieser Ausblick deckt sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025, denen zufolge das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr bei 0,9 %, im kommenden Jahr bei 1,2 % und 2027 bei 1,3 % liegen wird.<sup>6</sup>*

**Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge wuchs das reale BIP im vierten Quartal 2024 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal** (siehe Abbildung 3).<sup>7</sup> Somit stieg die Wirtschaftsleistung in allen Quartalen des Jahres. Demgemäß erhöhte sich das BIP 2024 schätzungsweise um 0,7 %.<sup>8</sup> Das entspricht einer Verbesserung gegenüber 2023, als das BIP um 0,4 % zunahm. Die Kurzfristindikatoren und verfügbaren Länderdaten weisen auf positive Beiträge der privaten Konsumausgaben und der Investitionen hin, die durch einen sinkenden Außenbeitrag ausgeglichen wurden. Indes war der Beitrag der Vorratsveränderungen weitgehend neutral. Gleichzeitig dürfte der Industriesektor schwach geblieben sein, wohingegen sich der Dienstleistungssektor besser

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2025.

<sup>7</sup> Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum wurde in der Veröffentlichung vom 7. März (zwei Tage nach dem Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten) auf 0,2 % nach oben korrigiert.

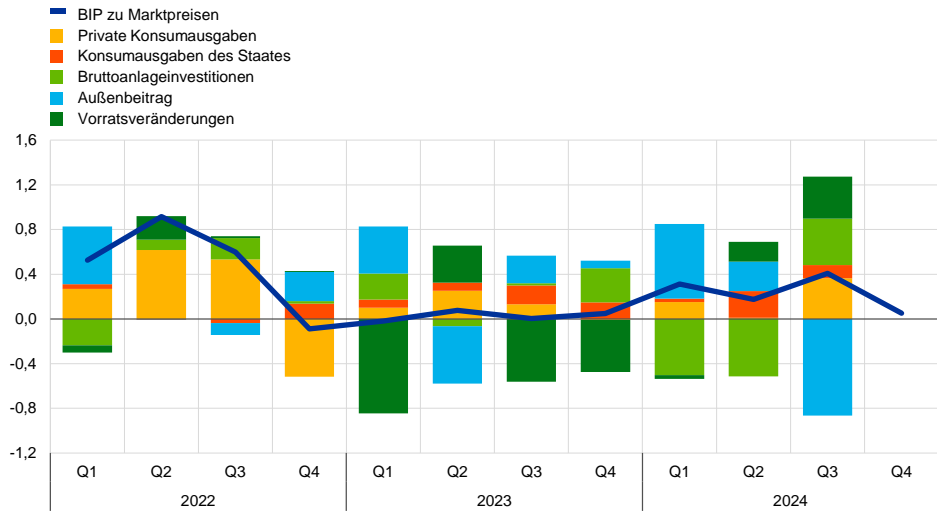
<sup>8</sup> Die Jahreswachstumsrate für 2024 basiert auf saison- und kalenderbereinigten Daten. Unbereinigte Daten liegen nicht für alle Mitgliedstaaten vor, die in den BIP-Schnellschätzungen enthalten sind.

behauptete. Aus dem euroraumweiten Wert für das vierte Quartal 2024 ergibt sich für das Jahreswachstum 2025 ein statistischer Überhang.<sup>9</sup>

### Abbildung 3

#### Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (BIP) bzw. das dritte Quartal 2024 (einzelne Verwendungskomponenten).

#### Für das erste Quartal 2025 signalisieren die Umfragedaten – vor dem

#### Hintergrund erhöhter Unsicherheit – ein anhaltendes moderates Wachstum,

#### das vom Dienstleistungssektor getragen wird.

Die Unsicherheit hinsichtlich der Wirtschafts- und Handelspolitik belastet den kurzfristigen Ausblick. Hauptursache für die Unsicherheit auf der Weltbühne ist die US-Politik, insbesondere in den Bereichen Sicherheit und Handel. Der zunehmende Protektionismus könnte das verarbeitende Gewerbe verglichen mit anderen Wirtschaftsbereichen unverhältnismäßig stark beeinträchtigen. Dennoch stieg der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Januar und Februar im Schnitt auf 50,2 Punkte (nach 49,3 Zählern im vierten Quartal 2024), was weitgehend einer Produktionsausweitung zuzuschreiben war. Trotz dieser jüngsten Aufhellung signalisiert der EMI für das verarbeitende Gewerbe noch immer eine rückläufige Wirtschaftstätigkeit, wobei der Index nunmehr seit fast zwei Jahren unter 50 Punkten liegt (siehe Abbildung 4). Auch der EMI für den Auftragseingang hat sich jüngst verbessert, bleibt aber unter der 50-Punkte-Marke, was auf einen schwachen kurzfristigen Ausblick für die Industrie hindeutet. Im Dienstleistungssektor bewegt sich der EMI weiterhin oberhalb der Wachstumsschwelle, wenngleich die neuesten Zahlen unter seinem langfristigen Durchschnitt liegen. Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren des Unternehmervertrauens zeichnen ein weitgehend ähnliches Bild.

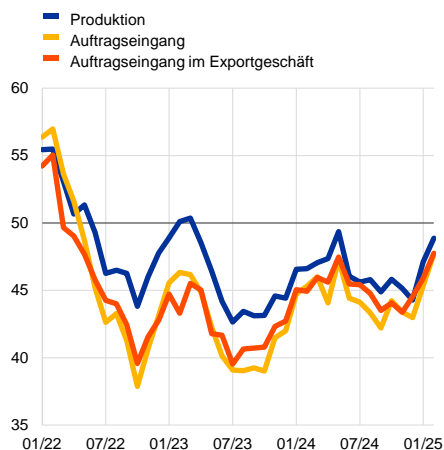
<sup>9</sup> Dies bedeutet, dass das BIP 2025 um 0,3 % steigen würde, wenn sich alle vierteljährlichen Zuwachsraten im laufenden Jahr auf null beliefen (wenn also der im Schlussquartal 2024 verzeichnete BIP-Wert in allen Quartalen des laufenden Jahres unverändert bliebe).

## Abbildung 4

### Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren

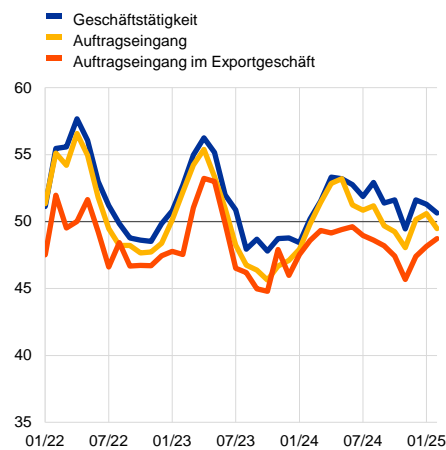
#### a) Verarbeitendes Gewerbe

(Diffusionsindizes)



#### b) Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025.

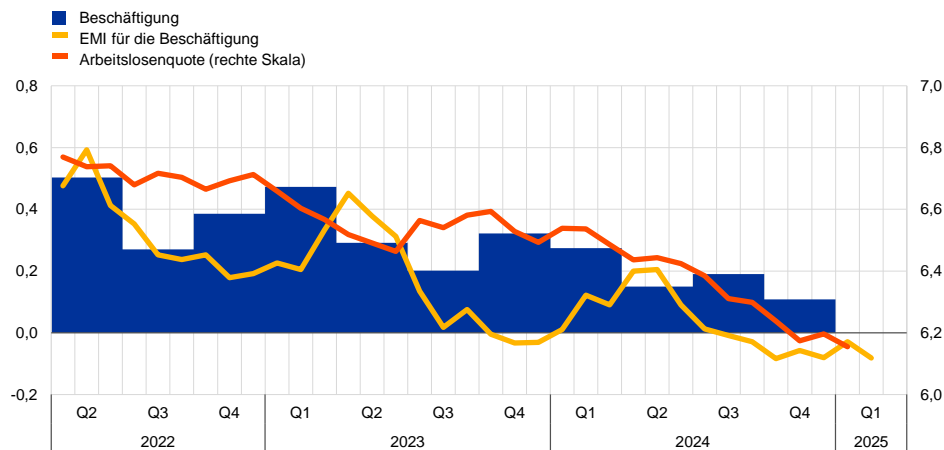
**Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal 2024 um 0,1 % zu.** Das war weniger als in den übrigen Quartalen des Jahres 2024 (siehe Abbildung 5). Dennoch war das Beschäftigungswachstum im Verhältnis zum BIP-Wachstum robust, was zu einem Rückgang der Produktivität um 0,1 % führte. Die Arbeitslosenquote belief sich im Dezember 2024 auf 6,3 %. Damit war sie 0,1 Prozentpunkte höher als im November und lag weiterhin nahezu auf ihrem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich gegenüber dem nach der Pandemie verzeichneten hohen Niveau etwas abgeschwächt. So lag die Vakanzquote im vierten Quartal unverändert bei 2,5 % und damit 0,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom zweiten Quartal 2022.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Siehe hierzu Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## 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, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu messen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (Beschäftigung), Februar 2025 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Januar 2025 (Arbeitslosenquote).

#### Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen auf eine stabile

**Beschäftigung im ersten Quartal 2025 hin.** Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank von 49,7 Punkten im Januar auf 49,3 Zähler im Februar. Dies legt nahe, dass die Beschäftigung im ersten Quartal verglichen mit dem vierten Quartal 2024 weitgehend unverändert bleiben dürfte. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor sank von 50,9 Punkten im Januar auf 50,8 Punkte im Februar. Dagegen verharrten die EMIs für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe im kontraktiven Bereich.

#### Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte sich im vierten

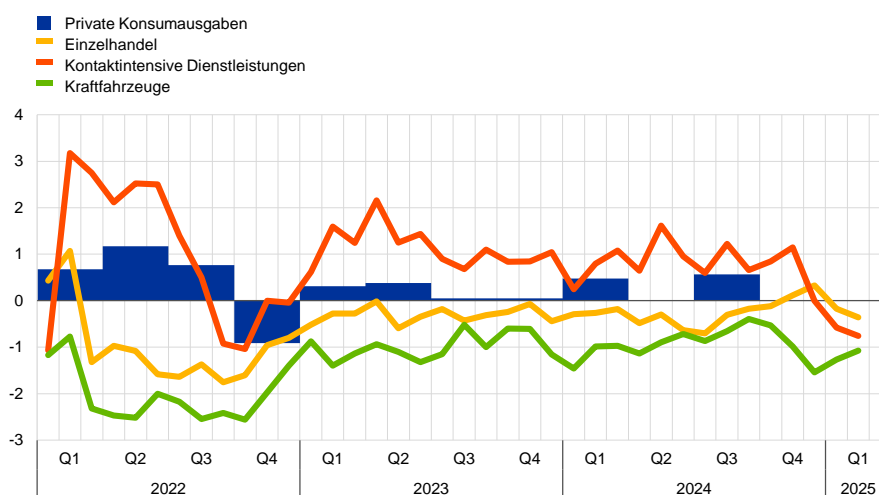
**Quartal 2024 abgeschwächt haben.** Nachdem es im dritten Quartal um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen war (siehe Abbildung 6), scheint es sich im vierten Quartal 2024 verringert zu haben. Hierin kommt unter anderem der Wegfall einiger temporärer Faktoren (wie der Olympischen und Paralympischen Spiele 2024 in Paris) zum Ausdruck, die den Zuwachs im Vorquartal unterstützt hatten. Untermuert wird die jüngste Entwicklung durch die Einzelhandelsumsätze und die Dienstleistungsproduktion, die um 0,4 % bzw. 0,5 % gegenüber dem Vorquartal anstiegen. Auch mit Blick auf die kurzfristige Entwicklung signalisieren die aktuellen Daten – im Einklang mit den neuesten gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB –, dass die Wachstumsdynamik der Ausgaben der privaten Haushalte nachlassen wird. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher erhöhte sich im Februar abermals leicht, bleibt aber angesichts anhaltend hoher Unsicherheit insgesamt gedämpft. Die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren für die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen gaben im Februar weiter nach. Dagegen deutet die aktuelle Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen darauf hin, dass die erwartete Nachfrage nach

Urlaubsreisen trotz einer gewissen Abschwächung in jüngerer Zeit robust bleibt. Gleichzeitig nahmen im Februar die Verbrauchererwartungen in Bezug auf größere Anschaffungen in den kommenden zwölf Monaten leicht zu, nachdem sie sich im Vormonat verschlechtert hatten. Die anhaltende wirtschaftspolitische Unsicherheit – insbesondere im Zusammenhang mit der Entwicklung der Weltwirtschaft – dürfte die Ausgabenentscheidungen der privaten Haushalte auch im weiteren Verlauf belasten. Allerdings ist davon auszugehen, dass die infolge der Inflationsabschwächung höhere Kaufkraft und der anhaltende Anstieg des realen Arbeitseinkommens den Konsum in den kommenden Quartalen stützen werden.

### Abbildung 6

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; standardisierte Salden in %)



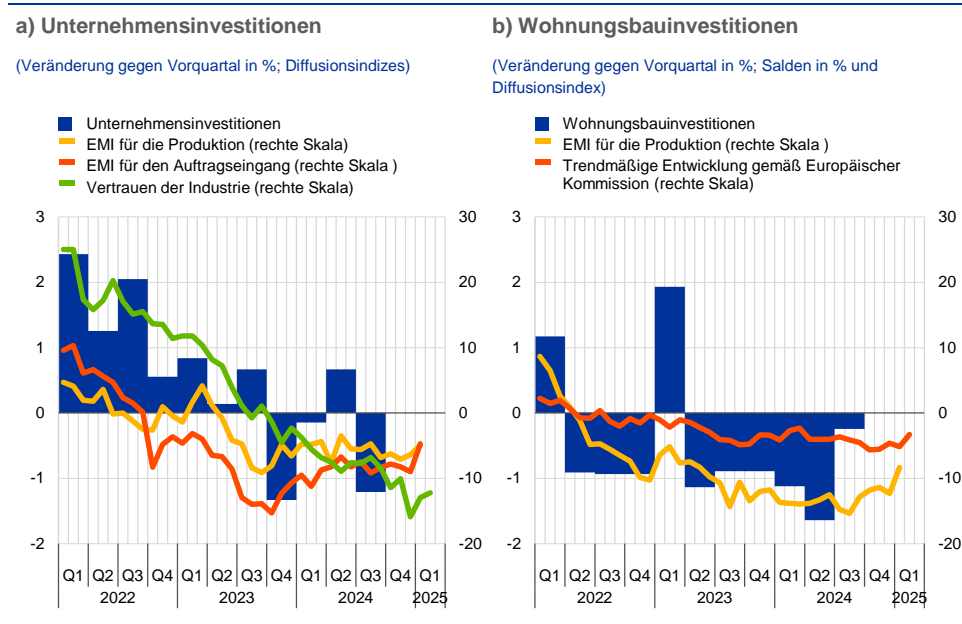
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Geschäftserwartungen für den Einzelhandel (ohne Kraftfahrzeuge), die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und der erwartete Absatz von Kraftfahrzeugen beziehen sich auf die nächsten drei Monate. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die Zeitreihe für kontaktintensive Dienstleistungen für den Zeitraum von Januar 2005 bis Januar 2019 standardisiert, die Zeitreihen für Kraftfahrzeuge und Einzelhandel hingegen für den Zeitraum von 1999 bis 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (private Konsumausgaben) bzw. Februar 2025 (Geschäftserwartungen für Einzelhandel, kontaktintensive Dienstleistungen und Kraftfahrzeuge).

**Im Zuge hoher Unsicherheit dürften die Unternehmensinvestitionen um die Jahreswende verhalten geblieben sein.** Nach dem deutlichen Rückgang im dritten Quartal 2024 ist zu erwarten, dass die Unternehmensinvestitionen (in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen approximiert anhand der Investitionen ohne Bauten und unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) im vierten Quartal leicht gestiegen sind. Gleichwohl waren die Sachanlageinvestitionen in den letzten Quartalen besonders schwach. Im Investitionsgütersektor sank die Industrieproduktion im vierten Quartal um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal. Abzulesen war diese Entwicklung an den EMIs für die Produktion, die im Lauf des letzten Jahres tief in den negativen Bereich gerieten, und dem Vertrauensindikator der Industrie, der auf den niedrigsten Wert seit dem Lockdown 2020 sank (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die immateriellen Investitionen nehmen weiter zu, wenn auch deutlich weniger stark als in den Vereinigten Staaten (siehe Kasten 1). Vor dem Hintergrund erhöhter geo-, wirtschafts- und handelspolitischer Unsicherheit deuten die aktuellen Daten auf eine Schwäche Anfang 2025 hin. Gemäß der neuesten

Telefonumfrage bei Unternehmen, der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Euroraum und der Umfrage zum Kreditgeschäft ist von verhaltenen Investitionen zum Jahresbeginn auszugehen.<sup>11</sup> Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft geht die Nachfrage nach längerfristigen Krediten – die in der Regel mit Anlageinvestitionen einhergehen – im ersten Quartal weiter zurück. Das Zusammenspiel dieser Faktoren dürfte die Investitionen zum Jahresbeginn belasten. Bleiben größere Störungen des Handels aus, dürften die allmähliche Erholung der Gesamtwirtschaft, die Lockerung der Finanzierungsbedingungen und der Wegfall bestimmter Unsicherheitsquellen die Investitionen im weiteren Verlauf stützen. Darüber hinaus wird der anhaltende Einsatz von Mitteln aus dem Programm „Next Generation EU“ dazu beitragen, zusätzliche Unternehmensinvestitionen zu mobilisieren.

**Abbildung 7**  
Entwicklung der realen 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 Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die Kurzfristindikatoren beziehen sich auf den Investitionsgütersektor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen), Januar 2025 (EMIs) bzw. Februar 2025 (Vertrauen der Industrie). In Grafik b) stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung den gewichteten Durchschnitt der Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie für den EMI für die Produktion bezieht sich auf den Wohnungsbau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen), Januar 2025 (EMI für die Produktion) bzw. Februar 2025 (trendmäßige Entwicklung gemäß Europäischer Kommission).

**Die Wohnungsbauinvestitionen blieben im vierten Quartal 2024 weitgehend stabil.** Nachdem sie ab 2022 deutlich rückläufig waren, scheinen sie im vierten Quartal 2024 die Talsohle durchschritten zu haben. Die verfügbaren Länderdaten signalisieren einen leichten Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen im vierten Quartal, wohingegen die Produktion im Hochbau und bei den spezialisierten

<sup>11</sup> Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2025; die neueste [Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln](#) vom Januar 2025 (Englisch) und die [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2025](#).

Bautätigkeiten im Vergleich zum dritten Quartal unverändert blieb. Die umfragebasierten Konjunkturindikatoren verbesserten sich zum Jahresbeginn. Dennoch weisen sie insgesamt auf eine weiterhin verhaltene Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2025 hin. So verharrten sowohl der EMI für die Produktion im Wohnungsbau als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 7, Grafik b). Allerdings dürften die Wohnungsbauinvestitionen im Lauf des Jahres 2025 allmählich wieder an Fahrt aufnehmen. Laut der Umfrage der Europäischen Kommission sind die kurzfristigen Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich im ersten Quartal weiter gestiegen. Diese Stimmungsaufhellung wird durch die sinkenden Zinsen für Immobilienkredite gestützt und spiegelt sich in einer allmählichen Erholung der Wohnungsbaukredite wider, was darauf hinweist, dass die Nachfrage nach Wohnimmobilien allmählich steigt.

**Die Exporte des Euroraums gingen im vierten Quartal 2024 weniger stark zurück.** Die Gesamtausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums verringerten sich im vierten Quartal um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Dieser Rückgang untermauert die Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit, denen sich die Exporteure des Eurogebiets trotz einer Erholung der weltweiten Nachfrage nach wie vor gegenübersehen (siehe hierzu Kasten 2). Mit Blick auf die Zukunft legen Umfragen nahe, dass die Exporte auch in der kurzen Frist verhalten ausfallen werden. Die neuesten EMIs für den Auftragseingang im Exportgeschäft blieben im Februar sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor deutlich unterhalb der Wachstumsschwelle. Gleichzeitig weisen die monatlichen Daten für den Warenhandel darauf hin, dass sich das vierteljährliche Importwachstum im vierten Quartal abgeschwächt hat. Dies lässt darauf schließen, dass der Außenhandel insgesamt negativ zum BIP beigetragen hat.

**In den Projektionen vom März 2025 wird mit einer langsameren konjunkturellen Erholung gerechnet als noch in den Projektionen vom Dezember 2024. Gleichzeitig hat die Unsicherheit zugenommen.** Gemäß den Projektionen der EZB vom März 2025 wird sich das Wirtschaftswachstum 2025 auf 0,9 %, 2026 auf 1,2 % und 2027 auf 1,3 % belaufen. Die Abwärtsrevisionen für 2025 und 2026 spiegeln niedrigere Exporte und anhaltend schwache Investitionen wider. Dies ist teilweise auf eine hohe Unsicherheit hinsichtlich der Handelspolitik sowie auf eine allgemeine politische Unsicherheit zurückzuführen. Steigende Realeinkommen und die allmählich nachlassenden Auswirkungen der früheren Zinserhöhungen bleiben die wichtigsten Faktoren, die dem erwarteten Anziehen der Nachfrage im Zeitverlauf zugrunde liegen.



### 3 Preise und Kosten

*Die Gesamtinflation im Euroraum ging im Februar 2025 auf 2,4 % zurück, verglichen mit 2,5 % im Januar. Ausschlaggebend hierfür war vor allem ein geringerer Preisauftrieb bei Energie. Die Teuerungsrate für Nahrungsmittel erhöhte sich im Februar, während die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) leicht rückläufig war. Dahinter verbargen sich eine niedrigere Inflation bei Dienstleistungen und eine höhere Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des mittelfristigen Zielwerts von 2 % einpendeln wird. In bestimmten Sektoren passen sich die Löhne und Preise derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den starken Inflationsanstieg in der Vergangenheit an. Jedoch geht das Lohnwachstum wie erwartet zurück, und das Wachstum der Stückgewinne federt die Auswirkungen des noch immer erhöhten Drucks der Arbeitskosten auf die Inflation weiterhin teilweise ab. Die Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen zumeist nach wie vor bei rund 2 %. Die Inflationsentwicklung entsprach im Großen und Ganzen den Erwartungen, und die jüngsten Projektionen stimmten im Wesentlichen mit den bisherigen Inflationsaussichten überein. Laut den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2025 dürfte die Gesamtinflation 2025 im Schnitt bei 2,3 %, 2026 bei 1,9 % und 2027 bei 2,0 % liegen. Die Aufwärtsrevision der Gesamtinflation für 2025 spiegelt eine stärkere Dynamik bei den Energiepreisen wider.<sup>12</sup>*

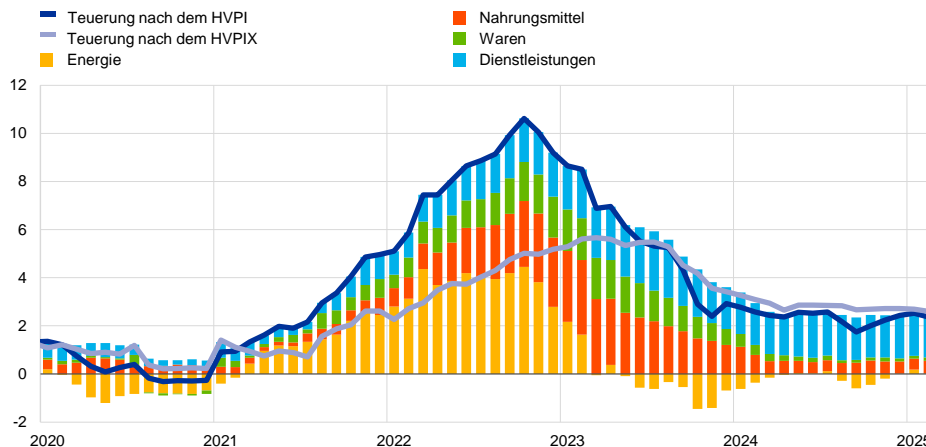
**Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum ging im Februar 2025 auf 2,4 % zurück nach 2,5 % im Januar** (siehe Abbildung 8). Maßgeblich hierfür war primär die wie erwartet gesunkene Teuerungsrate für Energie. Diese verringerte sich von 1,9 % im Januar auf 0,2 % im Februar, was vor allem auf einen abwärtsgerichteten Basiseffekt und die im Vormonatsvergleich rückläufigen Energiepreise zurückzuführen war. Die Inflation bei Nahrungsmitteln stieg hingegen von 2,3 % im Januar auf 2,7 % im Februar. Verantwortlich hierfür war eine höhere Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel, während die Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel unverändert blieb. Die Teuerung nach dem HVPIX sank geringfügig von 2,7 % im Januar auf 2,6 % im Februar. Sie verzeichnete damit erstmals seit September 2024 einen Rückgang. Ursächlich hierfür war der geringere Preisauftrieb bei Dienstleistungen (3,7 % im Februar nach 3,9 % im Januar), der die im selben Zeitraum leicht gestiegene Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie (0,6 % nach 0,5 %) wettmachte. Die im Februar verzeichnete niedrigere Teuerungsrate für Dienstleistungen steht im Einklang mit früheren Erwartungen, dass es hier zum einen zunächst zu einer Abschwächung der Inflation infolge des allmählich nachlassenden Lohnwachstums und zum anderen dazu kommen würde, dass die Preisanpassungseffekte Anfang 2025 geringer ausfallen als 2024.

<sup>12</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2025.

## Abbildung 8

### Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

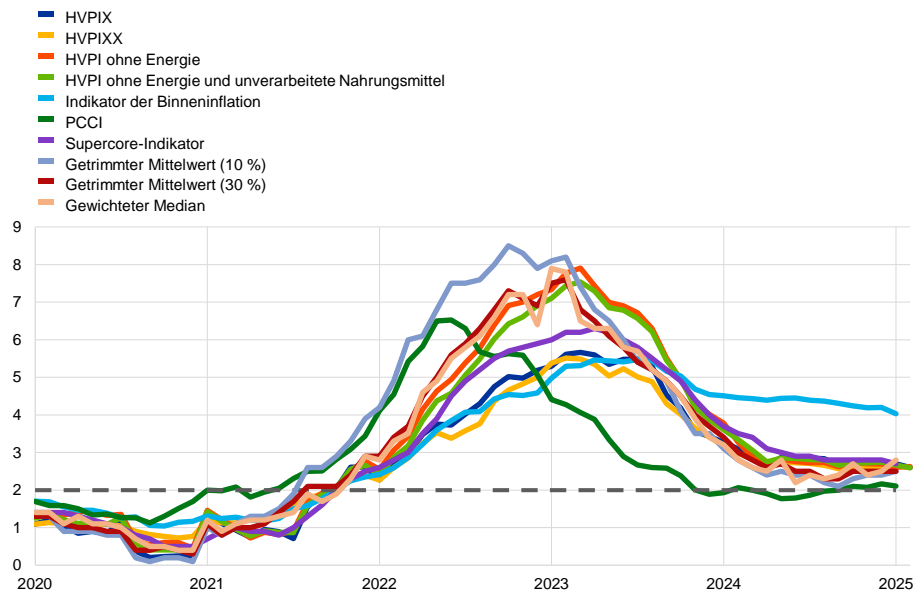
Anmerkung: Waren beziehen sich auf Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025 (Schnellschätzung von Eurostat).

**Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation stehen mit der Erwartung im Einklang, dass sich die Teuerung nachhaltig im Bereich des mittelfristigen Zielwerts von 2 % einpendeln wird** (siehe Abbildung 9). Im Januar 2025 – dem letzten Monat, für den Daten vorliegen – verzeichneten die Indikatoren überwiegend Werte von 2,1 % bis 2,8 %. So lag die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die tendenziell die beste Vorhersagekraft für die künftige Gesamtinflation aufweist, weiterhin am unteren Ende dieser Bandbreite. Der gewichtete Median stieg hingegen auf 2,8 %. Die HVPIX-Inflation ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) belief sich unverändert auf 2,6 %. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Komponenten umfasst, verringerte sich indessen auf 2,7 %. Der Indikator der Binneninflation sank geringfügig von 4,2 % im Dezember 2024 auf 4,0 % im Januar 2025. Er lag damit weiterhin auf einem anhaltend hohen Niveau, ging aber erstmals seit Oktober 2024 zurück. Verantwortlich hierfür waren vor allem die niedrigeren Beiträge der Gastronomiepreise sowie der Versicherungskosten in den Bereichen Gesundheit und Verkehr.

## Abbildung 9

### 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 Februar 2025 (Schnellschätzung von Eurostat des HVPIX, des HVPI ohne Energie und des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) bzw. Januar 2025 (alle anderen Indikatoren).

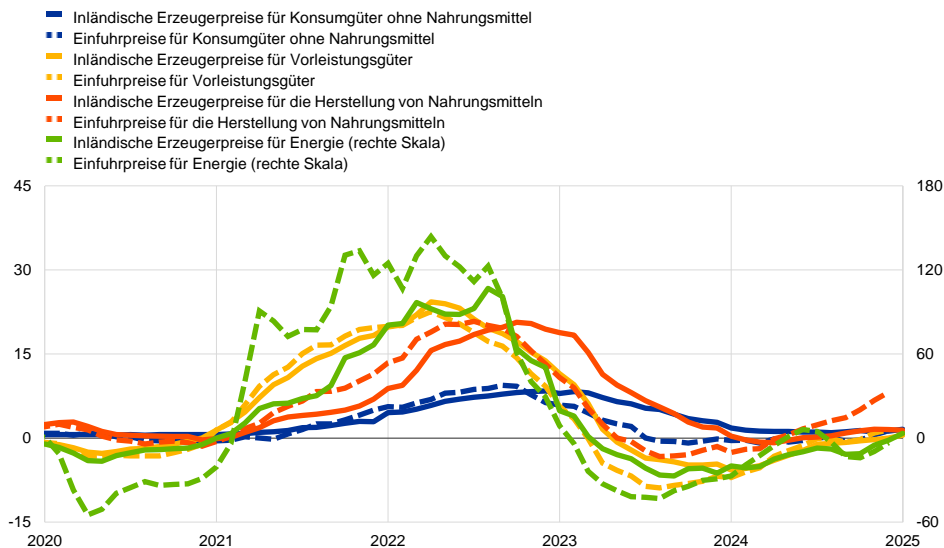
### Die meisten Indikatoren, die auf den Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hinweisen, verzeichneten eine Zunahme, die aber weiterhin moderat war

(siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen kehrte sich die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Energie, die seit April 2023 im negativen Bereich gelegen hatte, ins Positive. Sie stieg von -1,6 % im Dezember 2024 auf 3,5 % im Januar 2025. Auch die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter nahm von 0,0 % im Dezember auf 0,5 % im Januar zu. Auf den nachgelagerten Stufen erhöhte sich die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 1,2 % im Dezember 2024 auf 1,6 % im Januar 2025. Die Erzeugerpreise für die Herstellung von Nahrungsmitteln sanken indessen leicht von 1,5 % auf 1,4 %. Die jüngsten Daten für die Einfuhrpreise, die zum Redaktionsschluss dieses Berichts vorlagen, beziehen sich auf Dezember 2024. Demnach stieg die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter weiter von 0,9 % im November auf 1,5 % im Dezember. Unterdessen erhöhten sich die Einfuhrpreise für die Herstellung von Nahrungsmitteln im Dezember um 8,2 %, was wohl auch damit zusammenhing, dass die Steigerungsraten der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe im zweistelligen Bereich lagen. Darüber hinaus trug die Abwertung des Euro zur höheren Steigerungsrate der Einfuhrpreise bei. Insgesamt bestätigen die jüngsten Daten zu den Erzeuger- und den Einfuhrpreisen, dass die allmähliche Abschwächung des kumulierten Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen bei Konsumgütern nachlässt, aber noch kein erneuter nennenswerter Preisauftrieb eingesetzt hat.

## Abbildung 10

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025 (inländische Erzeugerpreise) bzw. Dezember 2024 (Einfuhrpreise).

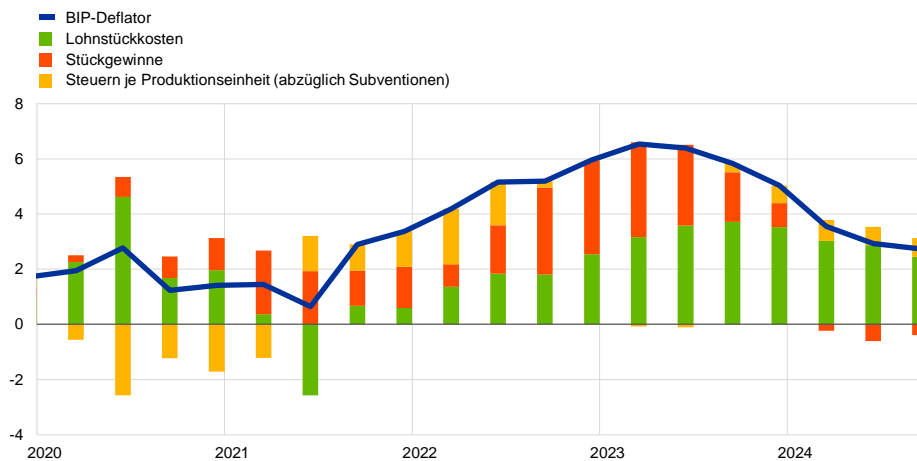
### Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck verringerte sich im dritten Quartal 2024 weiter, blieb jedoch insgesamt erhöht

(siehe Abbildung 11). Die jüngsten verfügbaren Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum binnenwirtschaftlichen Kostendruck im Euroraum beziehen sich weiterhin auf das dritte Quartal 2024. Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators ging auf 2,7 % zurück, verglichen mit 2,9 % im Vorquartal. Grund hierfür war der niedrigere Beitrag der Löhne und Lohnstückkosten. Das Wachstum der Stückgewinne bewegte sich weiter im negativen Bereich, federt den nach wie vor erhöhten Arbeitskostendruck also offenbar noch immer ab. Die für die meisten Länder des Euroraums vorliegenden Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deuten darauf hin, dass sich im vierten Quartal die Abschwächung des Arbeitskostenwachstums fortgesetzt hat und die Gewinne weiterhin als Puffer wirkten. Auch andere für das vierte Quartal verfügbare Messgrößen wie der Arbeitskostenindex und der Indikator der Tarifverdienste untermauern das weitere Nachlassen des Arbeitskostendrucks. Laut der Schnellschätzung von Eurostat sank das Wachstum der im Arbeitskostenindex enthaltenen Komponente der Löhne und Gehälter pro Stunde von 4,4 % im dritten Quartal auf nun 4,1 %. Der Anstieg des Indikators der Tarifverdienste belief sich im vierten Quartal auf 4,1 %. Im dritten Quartal hatte dieser Wert noch bei 5,4 % gelegen. Hinzu kommt, dass der zukunftsgerichtete Indikator der EZB für die Lohnentwicklung, der Daten zu Tarifabschlüssen bis Mitte Februar berücksichtigt, nach wie vor darauf schließen lässt, dass sich der Lohnkostendruck zu Beginn dieses Jahres abgeschwächt hat. Mit Blick auf die Zukunft rechnen die Fachleute der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2025 für das laufende Jahr mit einem Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer um durchschnittlich 3,4 %. Im Jahr 2027 soll die Steigerungsrate dann nur noch bei 2,6 % liegen.

## Abbildung 11

### 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 Daten beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

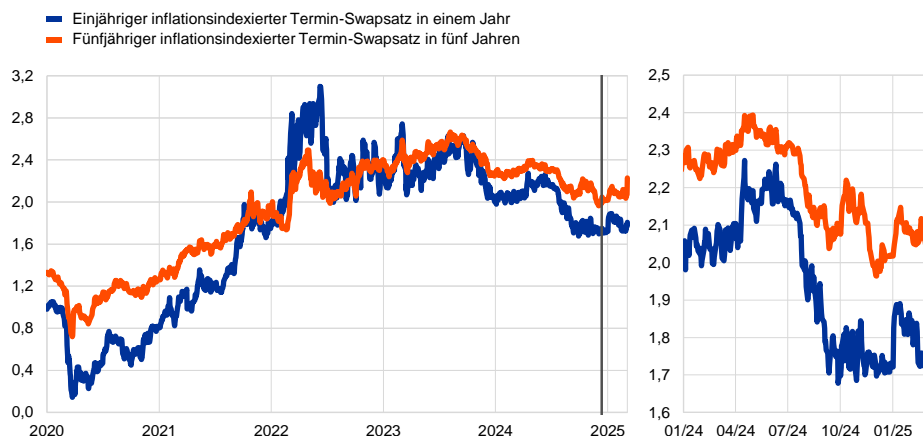
**Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen blieben nahezu unverändert, während die marktbasieren Messgrößen des mittel- bis längerfristigen Inflationsausgleichs leicht stiegen und zumeist bei rund 2 % lagen** (siehe Abbildung 12). Laut dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2025 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) für März 2025 beliefen sich der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin auf 2 %. Auch die kürzerfristigen umfragebasierten Erwartungen für das Jahr 2025 lagen bei rund 2 %, jedoch mit geringfügigen Abweichungen je nach Berücksichtigung der aktuellen Daten und Preisänderungen bei Energierohstoffen. Die marktbasieren Messgrößen des kurzfristigen Inflationsausgleichs auf der Grundlage des einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in einem Jahr sind zuletzt leicht gestiegen und liegen aktuell bei etwa 1,8 %. Auch in der mittel- und längerfristigen Betrachtung sind die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs gestiegen. So beläuft sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren auf rund 2,2 %. Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember hat er rund 20 Basispunkte zugelegt und spiegelt damit größtenteils Schwankungen infolge der kürzlich angekündigten Pläne für eine Ausweitung des EU-Haushalts wider. Dieser Anstieg ist vor allem höheren Inflationsrisikoprämien zuzuschreiben. Folglich deuten die modellbasierten Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien darauf hin, dass die Marktteilnehmer auch weiterhin auf längere Sicht eine Inflationsrate von rund 2 % erwarten. Auf der Verbraucherseite sind die Inflationserwartungen nun wieder weitgehend rückläufig. Der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) vom Januar 2025 zufolge ist der Median der für die nächsten zwölf Monate erwarteten Gesamtinflation von 2,8 % im Dezember 2024 auf nun 2,6 % gesunken. Die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren liegen dagegen unverändert bei 2,4 %. Der Median der Wahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher bezüglich der Inflation in den vergangenen zwölf Monaten ging im Januar leicht auf 3,4 % zurück.

## Abbildung 12

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

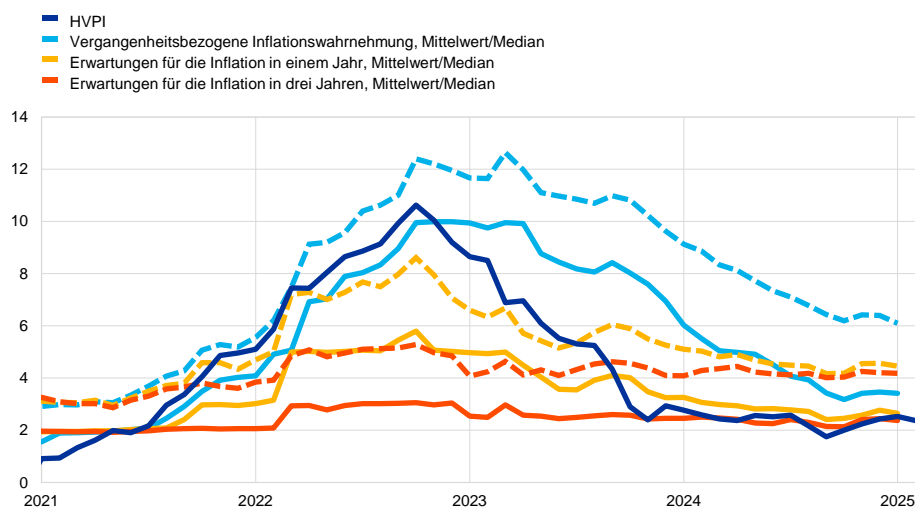
#### a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: LSEG, Eurostat, Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2024. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2025 (Terminsätze), Februar 2025 (Eurostat-Schnellschätzung des HVPI) bzw. Januar 2025 (übrige Messgrößen).

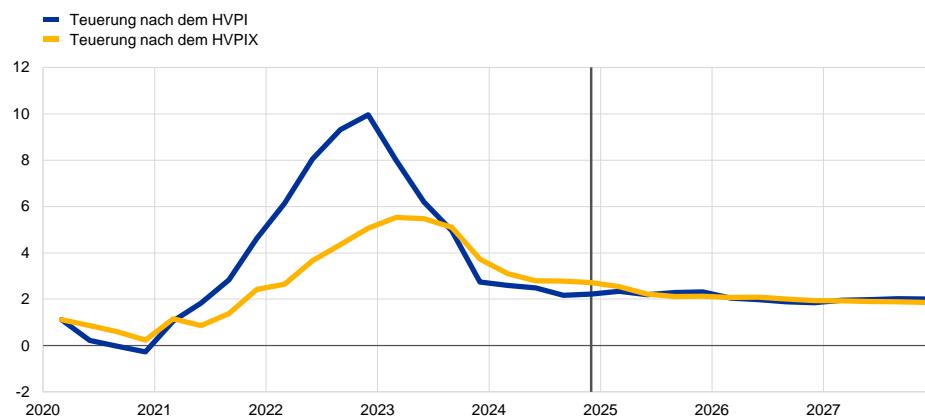
**Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2025 davon aus, dass die Gesamtinflation im Jahr 2025 bei durchschnittlich 2,3 % liegen und sich dann auf 1,9 % im Jahr 2026 sowie auf 2,0 % im Jahr 2027 verringern wird** (siehe Abbildung 13). Die Gesamtinflation im Jahr 2025 dürfte sich weiterhin relativ stabil entwickeln. Ausschlaggebend hierfür dürften eine höhere Teuerung bei Nahrungsmitteln und Basiseffekte bei den Energiepreisen sein, die den Einfluss der niedrigeren Kerninflation weitgehend ausgleichen. Anfang 2026 dürfte die Gesamtinflation dann allmählich weiter sinken, denn die Basiseffekte im Zusammenhang mit der Teuerungsrate für Energie entfallen ab diesem Zeitpunkt. Der für 2027 projizierte Anstieg der Gesamtinflation

spiegelt vor allem einen vorübergehenden Aufwärtsdruck infolge des Preisauftriebs bei Energie wider. Dieser resultiert wiederum aus finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen, insbesondere der Einführung eines neuen Emissionshandelssystems (ETS2). Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2024 wurden die Aussichten für die Gesamtinflation für 2025 um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert. Für 2026 bleiben sie unverändert, für 2027 wurden sie hingegen um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Die Aufwärtsrevision für 2025 berücksichtigt vor allem den unerwartet starken Preisauftrieb bei Energie und höhere Annahmen zu den Öl- und Strompreisen. Die Teuerung nach dem HVPIX dürfte von 2,8 % im Jahr 2024 auf 2,2 % im Jahr 2025, 2,0 % im Jahr 2026 und 1,9 % im Jahr 2027 zurückgehen. In erster Linie kommt hier eine voraussichtlich niedrigere Teuerungsrate für Dienstleistungen zum Tragen. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2024 wurde die HVPIX-Inflation für 2025 um 0,1 Prozentpunkte nach unten und für 2026 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert.

### Abbildung 13

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, März 2025.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2027 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025 wurden am 19. Februar 2025 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 6. Februar 2025. Sowohl die historischen als auch die projizierten Daten für die Teuerung nach dem HVPI und nach dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

Während des Berichtszeitraums (12. Dezember 2024 bis 5. März 2025) verschob sich die Terminkurve des risikofreien Zinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) insgesamt nach oben, wobei zwischenzeitlich erhebliche Schwankungen zu beobachten waren. Nach der Dezember-Sitzung des EZB-Rats stiegen die kurzfristigen Zinssätze in den großen Industrieländern. Hintergrund waren Sorgen darüber, dass der Disinflationsprozess in den Vereinigten Staaten langsamer als erwartet voranschritt. Nach dem Höchststand von Mitte Januar verlagerte sich die Terminkurve im Euroraum wieder nach unten, denn die Märkte erwarteten einen anhaltenden Inflationsrückgang und schwächere Wachstumsaussichten. Vor dem Hintergrund der in einigen europäischen Ländern geplanten Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben verschob sie sich jedoch anschließend wieder nach oben. Am Ende des Berichtszeitraums waren Zinssenkungen von insgesamt rund 65 Basispunkten bis Ende 2025 eingepreist. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum entwickelten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen; die Renditeabstände gegenüber den Zinssätzen für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) weiteten sich etwas aus. Die Aktienmärkte im Euroraum standen im Plus, da die Gewinnmeldungen trotz der schwachen gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der Zollankündigungen der US-Regierung positiv ausfielen, und entwickelten sich damit besser als jene in den Vereinigten Staaten. Unterdessen verkleinerten sich an den Märkten für Unternehmensanleihen aus dem Euroraum die Renditeabstände sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf und konnte sich dabei gegenüber dem US-Dollar stärker behaupten.

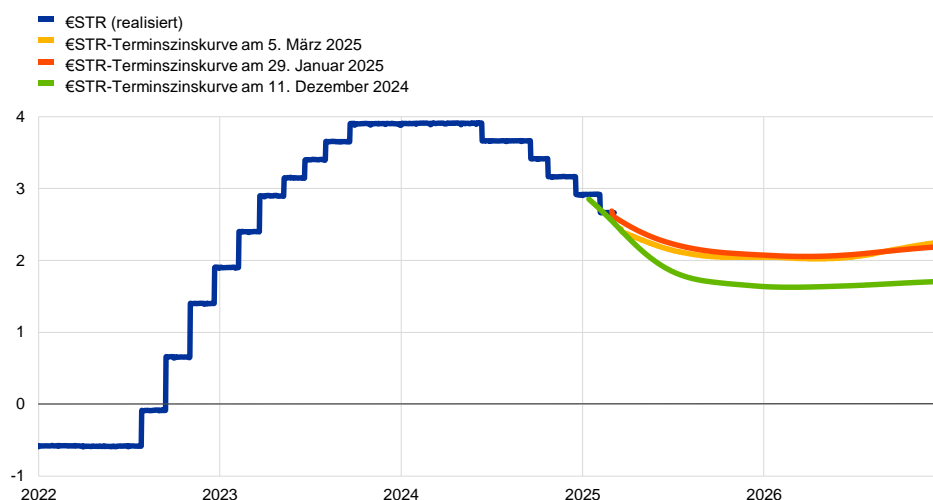
**Seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats hat sich die OIS-Terminzinskurve nach oben verlagert, wobei es zwischenzeitlich zu erheblichen Schwankungen kam** (siehe Abbildung 14). Der Referenzsatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei 2,8 %, nachdem der EZB-Rat auf seinen Sitzungen im Dezember und Januar wie allgemein erwartet entschieden hatte, die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Die Überschussliquidität sank um rund 75 Mrd. € auf 2 826 Mrd. €. Ursächlich hierfür waren in erster Linie die Rückzahlungen der im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte aufgenommenen Mittel im Dezember sowie die Verringerung des Bestands an zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren. Letztere war dadurch bedingt, dass das Eurosystem die Tilgungsbeträge von fällig werdenden Wertpapieren nicht wieder anlegt. Das kurze Ende der auf dem €STR basierenden OIS-Terminzinskurve verschob sich im Berichtszeitraum nach oben und deutete damit auf höhere Leitzinsen hin; allerdings waren zwischenzeitlich erhebliche Schwankungen zu verzeichnen. Nach der Dezember-Sitzung des EZB-Rats stiegen die kurzfristigen Zinssätze in den großen Industrieländern. Hintergrund waren Sorgen darüber, dass der Disinflationsprozess in den Vereinigten Staaten langsamer als erwartet voranschritt. Nach dem Höchststand Mitte Januar vollzog die Terminkurve im Euroraum wieder eine Abwärtsbewegung, denn die Marktteilnehmer erwarteten einen anhaltenden binnenwirtschaftlichen Inflationsabbau sowie schwächere Wachstumsaussichten. Letzteres war unter anderem der zunehmenden Unsicherheit im Handel geschuldet.



Vor dem Hintergrund der in einigen europäischen Ländern geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur verlagerte sich die Terminkurve im Vorfeld der März-Sitzung des EZB-Rats jedoch wieder nach oben. Zum Ende des Berichtszeitraums waren in der Terminzinskurve eine Zinssenkung um 25 Basispunkte bei der Ratssitzung im März sowie Zinssenkungen von insgesamt rund 65 Basispunkten bis Ende 2025 vollständig eingepreist.

**Abbildung 14**  
**€STR-Terminzinssätze**

(in % p. a.)



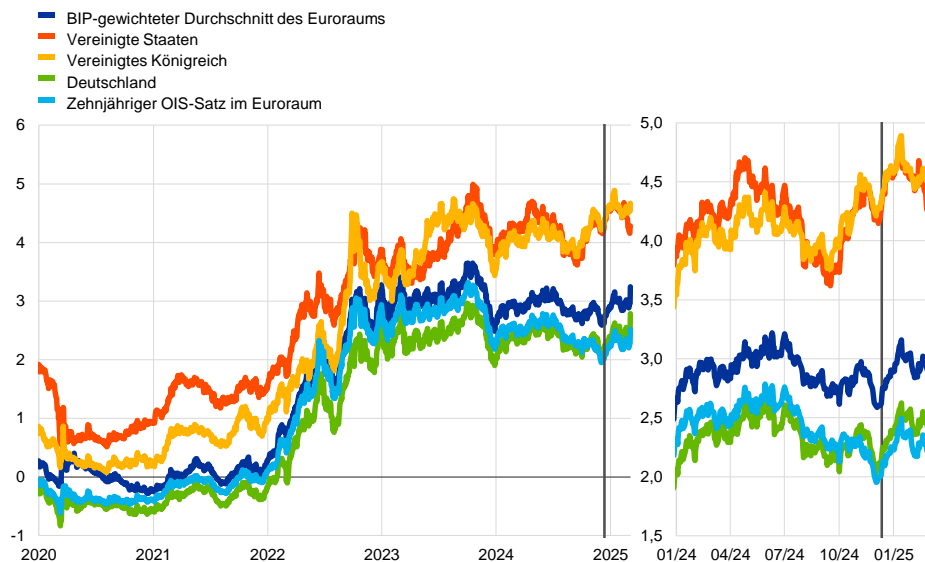
Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Terminzinskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

**Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen im Berichtszeitraum trotz Schwankungen insgesamt an** (siehe Abbildung 15). Zum Ende des Berichtszeitraums war der zehnjährige OIS-Satz im Eurogebiet um etwa 45 Basispunkte auf rund 2,5 % gestiegen, wenngleich es immer wieder zu erheblichen Schwankungen gekommen war. Der zehnjährige OIS-Satz erhöhte sich von Anfang des Berichtszeitraums bis Mitte Januar um etwa 40 Basispunkte, verursacht durch den starken Aufwärtsdruck, der von den Vereinigten Staaten ausging. Allerdings sank er anschließend wieder, als die Marktteilnehmer ihren Fokus auf die Inflationsaussichten und die Realwirtschaft des Euroraums verlagerten. Zum Ende der Berichtsperiode lösten die Pläne für eine deutliche Steigerung der Staatsausgaben in Europa einen Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze um rund 25 Basispunkte aus. In den Vereinigten Staaten stiegen die langfristigen risikofreien Zinssätze anfangs um etwa 45 Basispunkte und erreichten Mitte Januar ihren Höchststand, bevor sie ab Mitte Februar wieder nachgaben. Aufgrund dieser Abwärtsbewegung, die zuletzt durch Hinweise auf eine mögliche Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums untermauert wurde, sanken die US-Zinsen auf rund 4,3 % und damit etwas unter ihr Niveau vom Anfang des Berichtszeitraums. Folglich verringerte sich die Differenz zwischen den zehnjährigen risikofreien Zinssätzen im Euroraum und jenen der Vereinigten Staaten um 49 Basispunkte. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs erhöhte sich um 31 Basispunkte und lag am Ende bei rund 4,7 %.

## Abbildung 15

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

(in % p. a.)



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

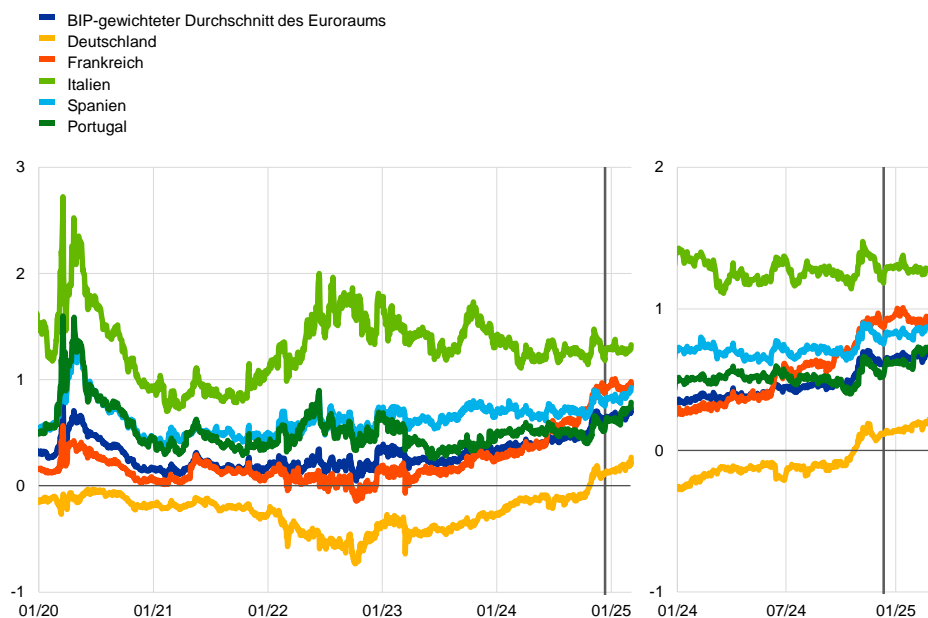
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. März 2025.

**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum bewegten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen. Dabei weiteten sich einige Renditeabstände aus** (siehe Abbildung 16). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet stieg im Lauf des Berichtszeitraums um etwa 55 Basispunkte und lag am Ende bei rund 3,2 %. Damit vergrößerte sich der Renditeabstand zum €STR-basierten OIS-Satz um rund 10 Basispunkte. Die Renditen französischer Staatsanleihen entwickelten sich ähnlich wie die BIP-gewichtete Rendite der Staatsanleihen aus dem Euroraum, obwohl die politische Situation des Landes zuletzt positiver eingeschätzt wurde, nachdem das französische Parlament den Haushalt für 2025 verabschiedet hatte. Der Renditeabstand deutscher Staatsanleihen weitete sich um 16 Basispunkte aus und blieb damit klar im positiven Bereich. Auch in anderen Ländern des Euroraums vergrößerten sich die Renditeabstände der Staatsanleihen – bei spanischen Papieren um 16 Basispunkte und bei portugiesischen um 24 Basispunkte.

## Abbildung 16

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

(in Prozentpunkten)



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

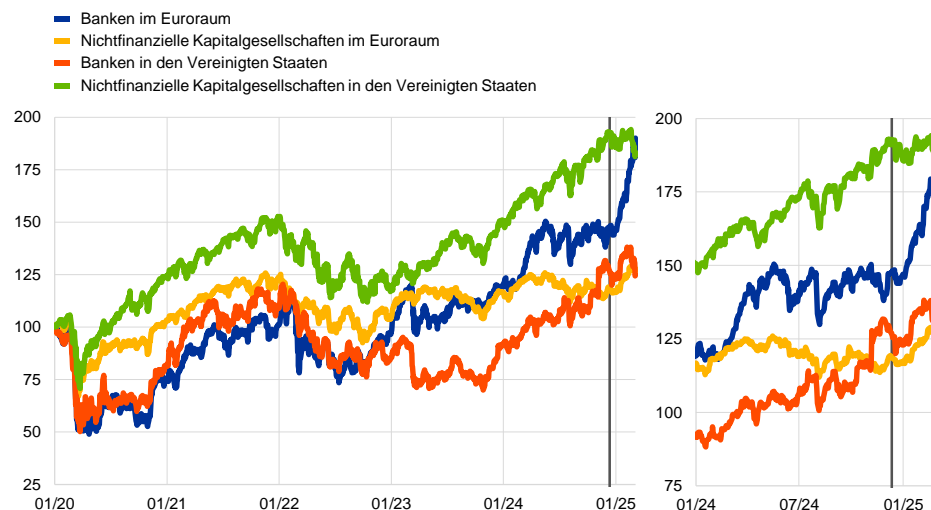
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. März 2025.

**Die Aktienkurse im Euroraum legten zu, da die Gewinnmeldungen der Unternehmen trotz der schwachen gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der zunehmenden Unsicherheit im Handel positiv ausfielen** (siehe Abbildung 17). Im Berichtszeitraum zogen die Aktienkurse im Euroraum insgesamt um 10,1 % an. Die Bankwerte entwickelten sich mit einem Plus von 28,8 % besser als die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die um 7,5 % stiegen. Auftrieb erhielten die Aktienkurse im Euroraum von den positiven Gewinnmeldungen der Unternehmen und den kürzlich angekündigten Plänen einer Steigerung der Staatsausgaben in Europa. Unternehmen aus dem Finanzsektor und der Industrie konnten mit ihren Gewinnzahlen die Erwartungen besonders deutlich übertreffen. Folglich fielen ihre Kursgewinne auch mit am stärksten aus. In den Vereinigten Staaten gab der marktweite Aktienindex um 3,8 % nach. Ursächlich hierfür waren die jüngsten Sorgen im Hinblick auf den Ausblick für die US-Wirtschaft sowie die Kursverluste von IT-Unternehmen infolge der offenbar deutlichen Fortschritte chinesischer Unternehmen im KI-Bereich. So büßten die Aktienkurse US-amerikanischer nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften 4,4 % ein, und die Bankwerte gaben um 1,2 % nach.

## Abbildung 17

### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. März 2025.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verkleinerten sich sowohl im Hochzins- als auch im Investment-Grade-Segment und zeichneten damit die Entwicklung an den Aktienmärkten nach.** Die starke Berichtssaison spiegelte sich auch in den Renditeabständen von Unternehmensanleihen wider. Diese verringerten sich – trotz einer gewissen Volatilität – sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating verengten sich um etwa 15 Basispunkte, wobei sich die Spreads bei den Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften weniger stark verkleinerten als die Spreads bei den Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Im Hochzinssegment fiel die Verengung mit rund 30 Basispunkten deutlicher aus. Dies spiegelte einen Rückgang der Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um rund 35 Basispunkte und der Abstände von Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften um etwa 20 Basispunkte wider.

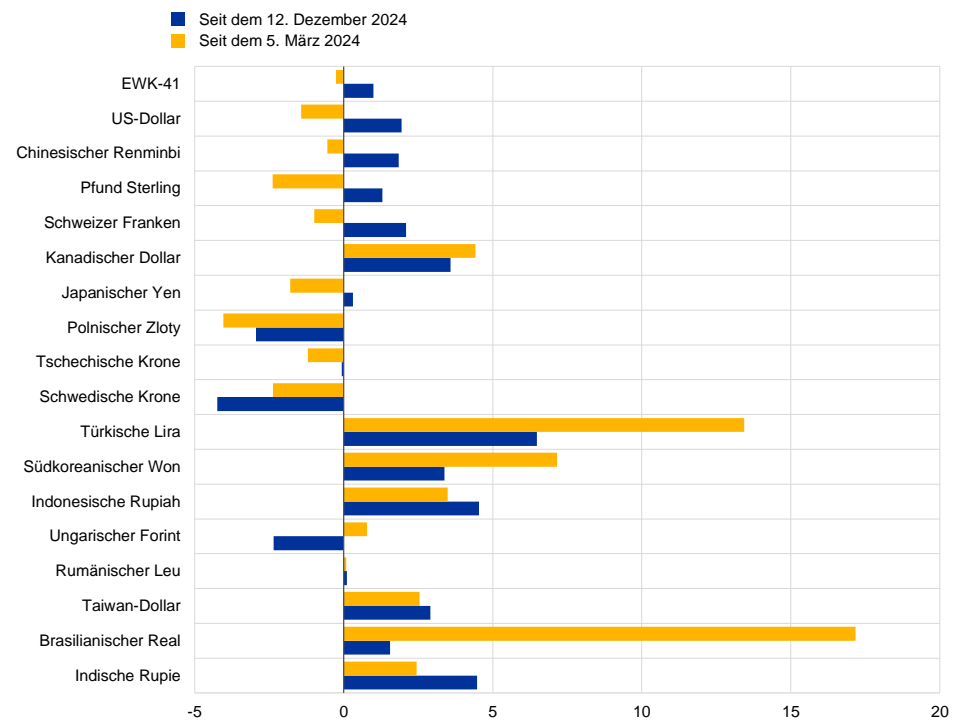
**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf; gegenüber dem US-Dollar konnte er sich dabei stärker behaupten** (siehe Abbildung 18). Im Betrachtungszeitraum stieg der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, um 1 % an. Gegenüber dem US-Dollar legte die Gemeinschaftswährung deutlich um 1,9 % zu, nachdem gegen Ende des Berichtszeitraums neue Meldungen über den fiskalischen Kurs in Europa aufkamen. Zusätzliche, wenn auch geringere Unterstützung erhielt der Euro dadurch, dass die globale Risikoneigung insgesamt zunahm, und das trotz der Zollankündigungen und gewisser Sorgen über die gesamtwirtschaftlichen Aussichten der Vereinigten Staaten, die sich an einem Rückgang des Zinsgefälles zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum zeigten. Die Aufwertung des Euro erfolgte auf breiter Front gegenüber den meisten

Währungen und ungeachtet erheblicher Schwankungen. Was die wichtigsten Handelspartner des Euroraums angeht, so verbuchte der Euro gegenüber dem Pfund Sterling Kursgewinne um 1,3 %, gegenüber der indischen Rupie um 4,5 % und gegenüber der türkischen Lira um 6,5 %. Zum polnischen Zloty notierte er um 2,9 % schwächer, da die Marktteilnehmer eine vergleichsweise straffere Geldpolitik in Polen erwarteten. Gegenüber der schwedischen Krone büßte der Euro 4,2 % ein, teilweise aufgrund einer Verringerung des erwarteten Zinsgefälles. Gegenüber dem japanischen Yen zeigte sich der Euro im Berichtszeitraum weitgehend stabil (+0,3 %), denn die Auswirkungen der strafferen Geldpolitik der Bank of Japan wurden durch den Renditeanstieg bei Anleihen im Euroraum neutralisiert.

### Abbildung 18

#### 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 12. Dezember 2024.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

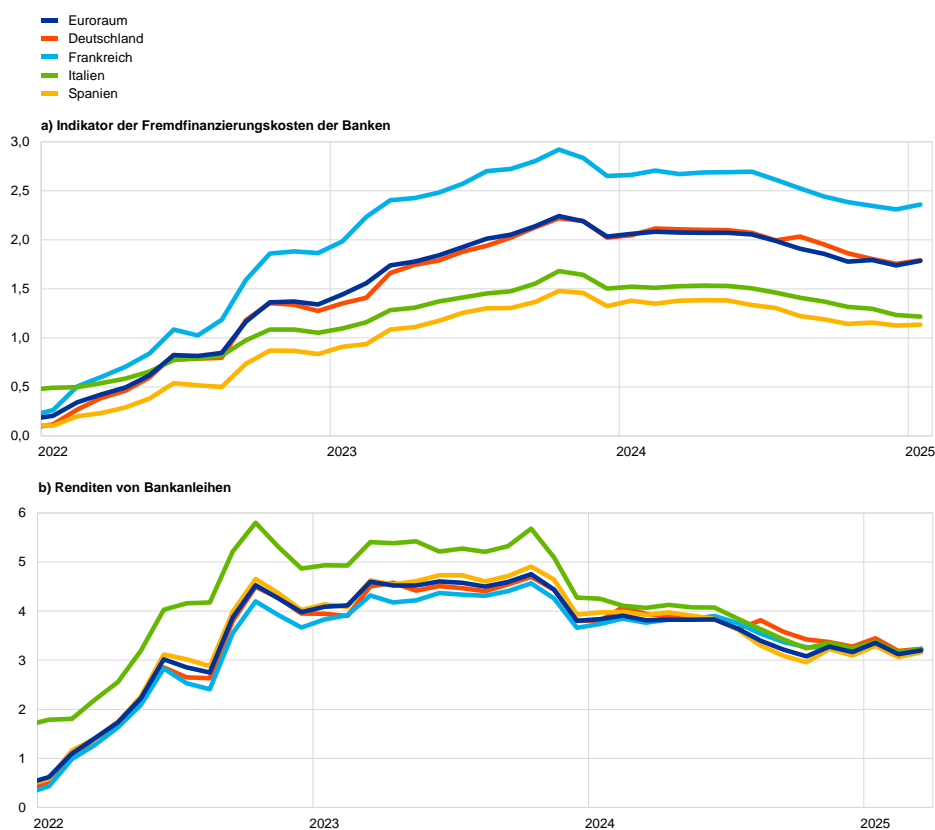
*Aufgrund der Zinssenkungen der EZB vergünstigt sich die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte allmählich, und das Kreditwachstum zieht an. Zugleich wird die Lockerung der Finanzierungsbedingungen dadurch gebremst, dass sich die vorangegangenen Zinserhöhungen nach wie vor auf den Kreditbestand auswirken. Die Kreditvergabe bleibt insgesamt gedämpft. Im Januar 2025 blieben die Finanzierungskosten der Banken weitgehend unverändert auf einem hohen Niveau. Indessen setzte sich bei den Zinsen für Bankkredite der kontinuierliche Rückgang gegenüber den zuvor verzeichneten Höchstständen fort. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Hypothekarkredite verringerten sich im Januar auf 4,2 % bzw. 3,3 %. Auch wenn sich die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte im Januar belebte, fiel sie nach wie vor schwach aus und lag deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt. Zurückzuführen war dies auf die weiterhin gedämpfte Nachfrage und die restriktiven Kreditrichtlinien. Aufgrund des gestiegenen langfristigen risikofreien Zinssatzes erhöhten sich in der Zeit vom 12. Dezember 2024 bis zum 5. März 2025 die Kosten der Unternehmen sowohl für die Finanzierung über Eigenkapital als auch für die marktbasierende Fremdfinanzierung. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 stieg im Januar leicht auf 3,6 % an.*

**Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum blieben im Januar 2025 trotz der erfolgten Leitzinssenkungen weitgehend unverändert.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum blieb im Großen und Ganzen gleich (siehe Abbildung 19, Grafik a). Der Aufwärtsdruck auf die Finanzierungskosten der Banken ging in erster Linie von den Bankanleiherenditen aus (siehe Abbildung 19, Grafik b), die infolge der Änderung des langfristigen risikofreien Zinssatzes zulegten, wie die bis zum 5. März vorliegenden Daten zeigen. Die durchschnittlichen Einlagenzinsen blieben recht stabil. So lag der gewichtete Zinssatz für Einlagen im Januar bei 1,2 %. Die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten sanken weiter, während die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist insgesamt unverändert waren.

## Abbildung 19

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

(in % p. a.)



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 Januar 2025 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. den 5. März 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 20). Im Januar 2025 sanken die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 12 Basispunkte auf 4,24 % und lagen damit rund 1 Prozentpunkt unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 20, Grafik a). Dieser Rückgang war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten und betraf vor allem Kredite mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren. Im Gegensatz dazu stiegen die Zinssätze für Kredite mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren um 11 Basispunkte an, was den höheren längerfristigen risikofreien Zinssätzen geschuldet war. Die marktbasierende Fremdfinanzierung der Unternehmen verteuerte sich im Januar gegenüber dem Vormonat um 0,2 Prozentpunkte auf 3,7 %. Die Zinsdifferenz zwischen Klein- und Großkrediten an Unternehmen verringerte sich im Januar auf 0,31 Prozentpunkte. Sie lag damit in der Nähe ihres historischen Tiefstands. Zwischen den einzelnen Ländern waren hierbei allerdings

Unterschiede festzustellen. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte sanken leicht, und zwar um 14 Basispunkte auf 3,25 % im Januar (siehe Abbildung 20, Grafik b). Sie lagen somit rund 80 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023. Auch hier waren Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern zu beobachten. Verantwortlich für den Rückgang waren ausschließlich die niedrigeren Zinsen für neu verhandelte Kredite. Die Zinssätze im Neugeschäft (ohne neu verhandelte Kredite) blieben hingegen weitgehend unverändert.

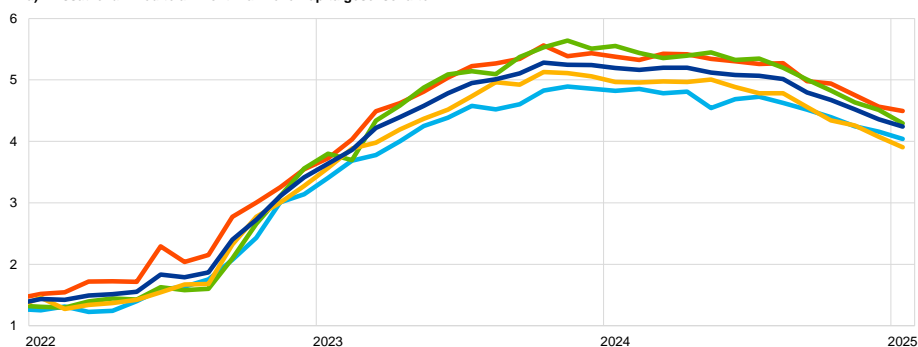
### Abbildung 20

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

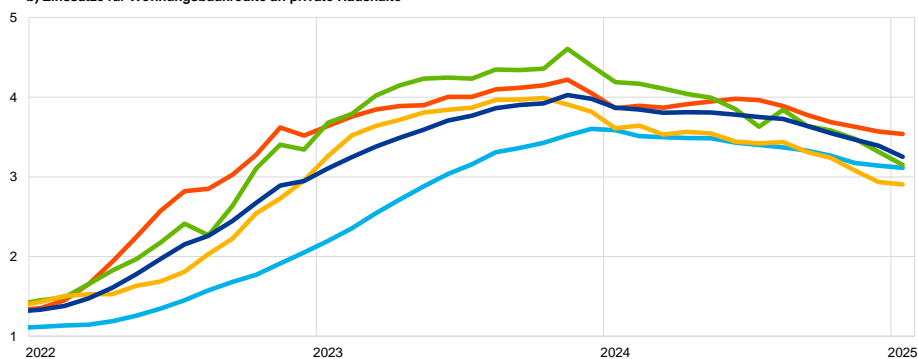
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025.

**In der Zeit vom 12. Dezember 2024 bis zum 5. März 2025 erhöhten sich die Kosten der Unternehmen für die Finanzierung über Eigenkapital und die marktbasierete Fremdfinanzierung.** Betrachtet man die bis Januar 2025

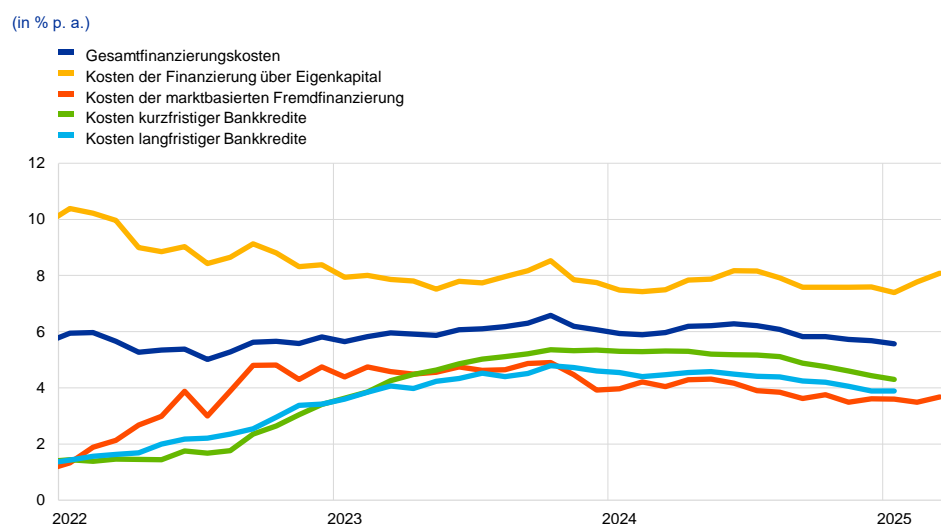
verfügbaren Monatswerte, so verringerten sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im Januar gegenüber dem Vormonat auf 5,6 %. Sie lagen damit unter dem



Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 21).<sup>13</sup> Aus den Tageswerten vom 12. Dezember 2024 bis zum 5. März 2025 geht außerdem hervor, dass sich die marktbasierende Fremdfinanzierung in diesem Zeitraum verteuerte. Ausschlaggebend hierfür war eine Aufwärtsverlagerung der Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS-Kurve) bei den mittleren und langen Laufzeiten. Diese wurde nur teilweise durch einen Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen ausgeglichen, der im Hochzinssegment deutlicher ausfiel und mit der starken Berichtssaison zusammenhing (siehe Abschnitt 4). Die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung erhöhten sich ebenfalls. Gründe dafür waren die gestiegene Aktienrisikoprämie und mehr noch der höhere langfristige risikofreie Zinssatz (näherungsweise anhand des zehnjährigen OIS-Zinssatzes bestimmt).

### Abbildung 21

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



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 marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 5. März 2025 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Januar 2025 (Monatswerte).

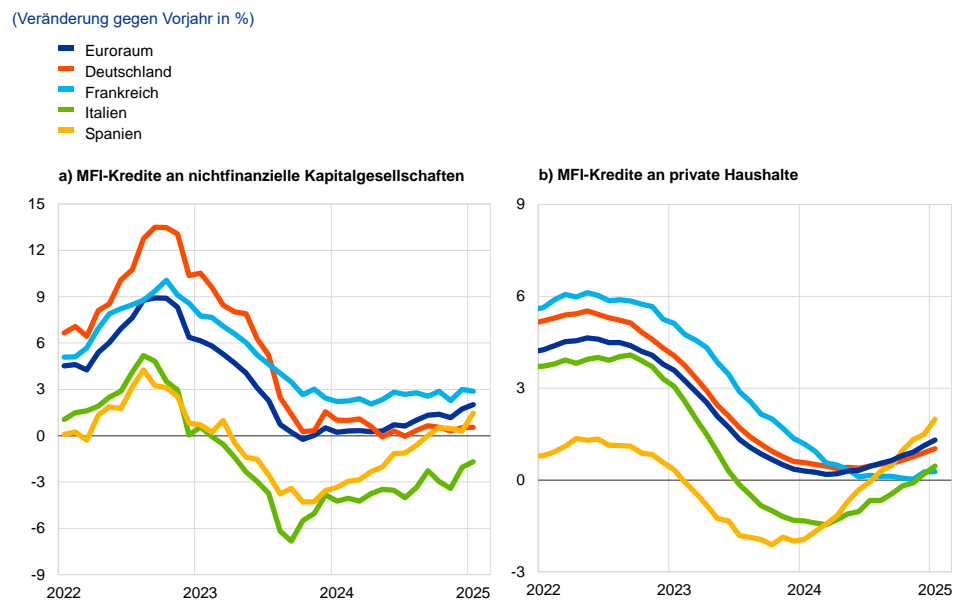
#### Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte belebte sich im Januar, sie fiel aber nach wie vor schwach aus und lag immer noch deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt. Darin spiegelten sich die weiterhin gedämpfte Nachfrage und die restriktiven Kreditrichtlinien wider.

Vor dem Hintergrund einer gewissen Volatilität der monatlichen Kreditströme erhöhte sich das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen von 1,7 % im Dezember 2024 auf 2,0 % im Januar 2025 (siehe Abbildung 22, Grafik a). Es lag damit jedoch weiterhin deutlich unter seinem historischen Durchschnitt von 4,8 %. Dass die jährliche Dynamik der Unternehmenskredite im Januar trotz einer relativ schwachen monatlichen Kreditentwicklung zunahm, war vor allem einem Basiseffekt

<sup>13</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Januar 2025 vor.

geschuldet. Dieser ergab sich daraus, dass der negative Kreditstrom vom Januar 2024 aus der Jahresrate herausfiel. Die jährliche Wachstumsrate der von Unternehmen emittierten Schuldverschreibungen erhöhte sich unterdessen auf 3,4 %. Bei den Krediten an private Haushalte setzte sich die kontinuierliche Erholung fort. Hier stieg die jährliche Zuwachsrate leicht von 1,1 % im Dezember auf 1,3 % im Januar (siehe Abbildung 22, Grafik b). Damit blieb sie allerdings weiterhin deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,1 %. Getragen wurde der Aufwärtstrend weiterhin vor allem von den Hypothekarkrediten. Doch auch bei den Konsumentenkrediten legte das jährliche Wachstum weiter zu und erreichte im Januar 4,0 %. Die sonstigen Kredite an private Haushalte, darunter auch Kredite an Einzelunternehmen, entwickelten hingegen erneut verhalten. In der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Januar berichteten unter dem Strich nach wie vor mehr Haushalte von einem restriktiveren Kreditzugang als von einer Lockerung.

**Abbildung 22**  
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums



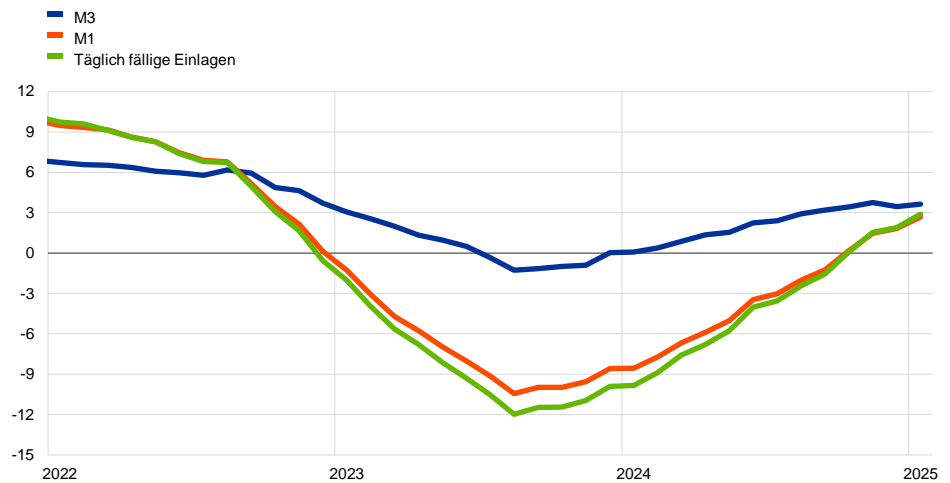
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025.

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) blieb im Januar recht stabil. Gestützt wurde es durch Staatsanleihekäufe der Banken, wohingegen sich die Nettozuflüsse aus dem Ausland weiter abschwächten.** Das jährliche Wachstum von M3 erhöhte sich von 3,4 % im Dezember 2024 auf 3,6 % im Januar 2025. Im November hatte es allerdings noch bei 3,8 % gelegen (siehe Abbildung 23). Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, stieg im Januar auf 2,7 %, verglichen mit 1,8 % im Dezember. Ausschlaggebend für diese Zunahme war eine starke Belebung bei den täglich fälligen Einlagen. Deren Jahreswachstumsrate kletterte von 1,8 % im Dezember auf 2,9 % im Januar, worin die gestiegene Liquiditätspräferenz der Anleger zum Ausdruck kam. Die Zusammensetzung der Geldschöpfung

veränderte sich weiter. Während sich der Beitrag der Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland erneut abschwächte, nahmen die Nettokäufe von Staatsanleihen durch Banken im Januar zu. Auch der Beitrag der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte erhöhte sich abermals, wenngleich er noch immer gering war. Zugleich leisteten die anhaltende Bilanzverkürzung des Eurosystems und eine vermehrte Emission langfristiger Bankanleihen (die nicht in M3 enthalten sind) nach wie vor einen negativen Beitrag zum M3-Wachstum.

**Abbildung 23**  
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Die Fachleute der EZB schätzen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2025, dass das gesamtstaatliche Defizit 2024 auf 3,2 % des BIP zurückgegangen ist und bis zum Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2027 weitgehend unverändert bleiben wird. Sie ermitteln einen deutlich gestrafften fiskalischen Kurs 2024. Für 2025 wird vor allem aufgrund von Steuererhöhungen ebenfalls mit einer – freilich geringeren – Straffung gerechnet. Im Jahr 2026 wird der Fiskalkurs wohl neutral sein. Im Folgejahr, wenn das Programm Next Generation EU (NGEU) ausläuft, ist hingegen mit einer relativ starken Straffung zu rechnen. Den Projektionen zufolge wird die gesamtstaatliche Schuldenquote von ihrem bereits hohen Niveau aus langsam ansteigen und 2027 bei knapp 90 % liegen. Die Regierungen sollten im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU für tragfähige öffentliche Finanzen sorgen und wachstumsfördernde Strukturreformen sowie strategische Investitionen priorisieren. Am 4. März 2025 kündigte die Europäische Kommission den Plan „ReArm Europe“ zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben an. Er enthält eine Reihe von Vorschlägen, wie verfügbare finanzielle Möglichkeiten ausgeschöpft werden können, um die Mitgliedstaaten der EU dabei zu unterstützen, die Ausgaben für ihre Verteidigungskapazitäten rasch und deutlich zu steigern.<sup>14</sup> Des Weiteren soll die Flexibilität des überarbeiteten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens genutzt werden, damit die Mitgliedstaaten in der aktuellen Situation rasch handeln können.<sup>15</sup>

**Den jüngsten Euroraum-Projektionen zufolge dürfte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit 2025 unverändert bei 3,2 % des BIP liegen und bis 2027 weitgehend auf diesem Stand bleiben** (siehe Abbildung 24).<sup>16</sup> Im Jahr 2024 ging das Defizit schätzungsweise auf 3,2 % zurück (nach 3,6 % im Jahr 2023). Hierfür ausschlaggebend waren umfangreiche nichtdiskretionäre Faktoren sowie die Rücknahme der meisten zuvor ergriffenen Maßnahmen zur energie- und inflationsbezogenen Unterstützung. Das Defizit wird 2025 wohl unverändert 3,2 % des BIP betragen und in den beiden Folgejahren mit 3,3 % des BIP in etwa auf dieser Höhe bleiben. Die relativ stabilen Aussichten sind einer langsamen Verbesserung des konjunkturbereinigten Primärsaldos zuzuschreiben, die durch einen allmählichen Anstieg der Zinsausgaben aufgezehrt wird. Dieser Anstieg spiegelt die Weitergabe der vergangenen Zinserhöhungen wider, die sich aufgrund der langen Restlaufzeiten ausstehender Staatsschulden freilich nur langsam vollzieht. Im Vergleich zu den Stabsprojektionen des Eurosystems vom Dezember 2024 fällt der projizierte Finanzierungssaldo 2025 nun geringfügig niedriger aus; zum Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2027 ergibt sich eine deutlichere Abwärtsrevision um 0,4 Prozentpunkte. Diese Änderungen sind in erster Linie auf eine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten, aber auch

<sup>14</sup> Siehe Europäische Kommission, [Presseerklärung von Präsidentin von der Leyen zum Verteidigungspaket](#), 4. März 2025.

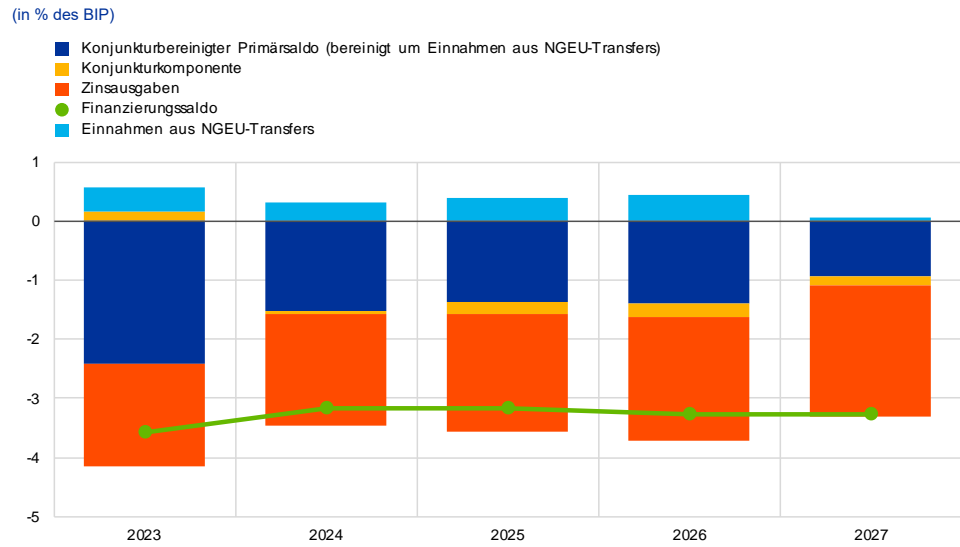
<sup>15</sup> Am 18. März 2025 – d. h. nach der EZB-Ratssitzung vom 6. März 2025 – billigte der Deutsche Bundestag Änderungen der verfassungsrechtlichen Schuldenbremse, um vor allem die Verteidigungsausgaben zu erhöhen; ferner wurde ein Sondervermögen für zusätzliche Investitionen von 500 Mrd. € für Infrastruktur und klimabezogene Projekte beschlossen.

<sup>16</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2025.

auf eine gewisse fiskalische Lockerung durch diskretionäre Maßnahmen zurückzuführen.

### Abbildung 24

#### Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder.

**Der fiskalische Kurs im Euroraum war 2024 deutlich restriktiv; 2025 dürfte er etwas gestrafft werden und 2027 wieder deutlich restriktiv ausfallen.**<sup>17</sup> Die um NGEU-Transfers bereinigte, geschätzte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet darauf hin, dass die Finanzpolitik im Jahr 2024 auf Euroraumebene deutlich restriktiv ausgefallen ist (Straffung um 0,9 Prozentpunkte des BIP). Zurückzuführen ist dies vor allem auf das Auslaufen eines großen Teils der staatlichen energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen sowie auf beträchtliche nichtdiskretionäre Faktoren, aufgrund deren die Staatseinnahmen einiger Länder stark steigen. Für 2025 wird eine Straffung um 0,2 Prozentpunkte erwartet; Grund hierfür sind vor allem höhere Steuern, die teilweise durch einen negativen Beitrag der nichtdiskretionären Faktoren ausgeglichen werden. Der fiskalische Kurs dürfte 2026 weitgehend neutral bleiben; im Jahr 2027, wenn das NGEU-Programm ausläuft, dürfte er jedoch deutlich um 0,5 Prozentpunkte des BIP gestrafft werden. Für den gesamten Projektionszeitraum 2024-2027 ergibt sich somit eine fiskalische Straffung von 1,6 Prozentpunkten des BIP.

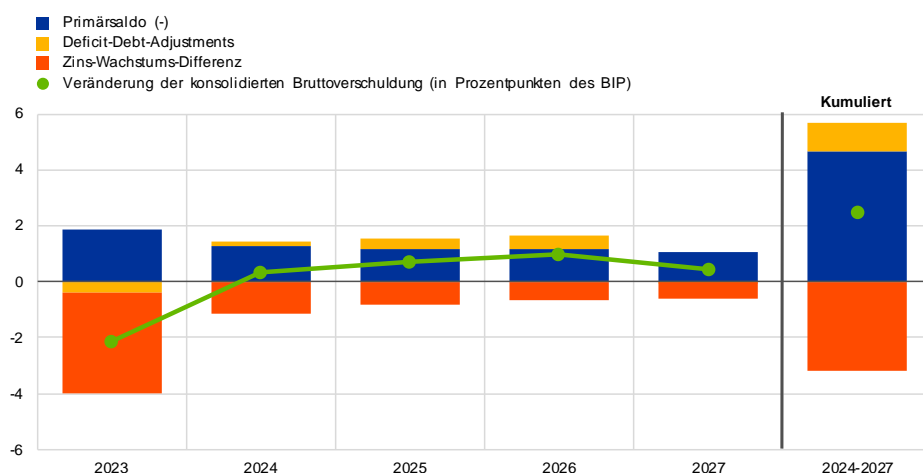
**Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte im gesamten Projektionszeitraum von ihrem bereits hohen Niveau aus langsam ansteigen** (siehe Abbildung 25). Nach der erheblichen Erhöhung während der Pandemie auf

<sup>17</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die aus dem EU-Haushalt finanzierten Einnahmen aus den NGEU-Transfers keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

rund 97 % im Jahr 2020 ging die Schuldenquote ab 2021 allmählich zurück. Den Projektionen vom März 2025 zufolge hat sich diese Verbesserung jedoch umgekehrt, sodass die Schuldenquote schrittweise von rund 87 % des BIP im Jahr 2023 auf rund 90 % des BIP im Jahr 2027 ansteigen dürfte. Diese Erhöhung geht auf anhaltende Primärdefizite und die Erwartung positiver Deficit-Debt-Adjustments (d. h. nicht defizitbedingter Veränderungen der Schuldenquote) zurück, die nur teilweise durch günstige (negative) Zins-Wachstums-Differenzen kompensiert werden.

**Abbildung 25**  
Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder.

**Am 21. Januar 2025 billigte der Rat für Wirtschaft und Finanzen der EU (ECOFIN) Empfehlungen zu den mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen, die die Staaten erstmals vorzulegen hatten.** Vier Euro-Länder (Belgien, Deutschland, Litauen und Österreich) haben ihre Pläne noch nicht eingereicht. In Bezug auf anhängige Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nahm der ECOFIN-Rat Empfehlungen gemäß Artikel 126 Absatz 7 AEUV an, in denen die Korrekturpfade und Fristen für die Beseitigung des übermäßigen Defizits festgelegt sind.<sup>18</sup> Italien und Ungarn wurden aufgefordert, ihr Haushaltsdefizit bis 2026 auf unter 3 % des BIP zu senken. Belgien, Malta und die Slowakei müssen dies bis 2027 erreichen, Polen bis 2028, Frankreich bis 2029 und Rumänien bis 2030. In den Empfehlungen ist für jedes betroffene Land der 30. April 2025 als Frist gesetzt, um wirksame Maßnahmen zu ergreifen. Ebenfalls bis zu diesem Datum haben diese Länder die Maßnahmen aufzuzeigen, die zur Korrektur des übermäßigen Defizits erforderlich sind.

**Am 4. März kündigte die Europäische Kommission den Plan „ReArm Europe“ zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben an. Er enthält fünf Vorschläge, wie verfügbare finanzielle Möglichkeiten genutzt werden können, um die Mitgliedstaaten der EU dabei zu unterstützen, die Ausgaben für ihre**

<sup>18</sup> Siehe Europäische Union, [Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union](#), ABl. C 202 vom 7.6.2016, S. 47.

**Verteidigungskapazitäten rasch und deutlich zu steigern.** Der erste Vorschlag sieht vor, durch die Aktivierung der nationalen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts öffentliche Verteidigungsmittel auf einzelstaatlicher Ebene freizusetzen, sofern die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewahrt bleibt. Auf diese Weise könnten die Mitgliedstaaten ihre Verteidigungsausgaben beispielsweise um 1,5 % des BIP erhöhen, ohne das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit auszulösen, und so in der aktuellen Situation rasch handeln. Nach Einschätzung der Kommission wären damit Mehrausgaben von bis zu 650 Mrd. € im Zeitraum 2025-2028 verbunden. Der zweite Vorschlag bezieht sich auf ein neues Instrument, durch das den Mitgliedstaaten Darlehen in Höhe von 150 Mrd. € für Verteidigungsinvestitionen bereitgestellt würden. Ziel ist die Verstärkung der europaweiten Verteidigungskapazitäten. Der dritte Vorschlag basiert auf der Nutzung des EU-Haushalts, um Mittel für Verteidigungsinvestitionen bereitzustellen. Die beiden anderen Aktionsbereiche zielen darauf ab, durch das Vorantreiben der Spar- und Investitionsunion und mithilfe der Europäischen Investitionsbank privates Kapital zu mobilisieren.

# Kästen

## 1 Weshalb entwickeln sich die Unternehmensinvestitionen im Euroraum nicht so dynamisch wie in den Vereinigten Staaten?

Malin Andersson, Valerie Jarvis und Michel Soudan

**Die Unternehmensinvestitionen im Euroraum sind nicht so dynamisch gewachsen wie in den Vereinigten Staaten, und auch die Aussichten sind im Euroraum weniger günstig.**<sup>1</sup> In der Post-Corona-Phase vom vierten Quartal 2021 bis zum vierten Quartal 2024 stiegen die Unternehmensinvestitionen in den Vereinigten Staaten um 15,4 % und damit mehr als doppelt so stark wie im Euroraum, wo sie im selben Zeitraum insgesamt um 6,8 % zulegten (siehe Abbildung A).<sup>2</sup> Mit Blick auf die einzelnen Komponenten waren vor allem immaterielle Investitionen – d. h. Investitionen in geistiges Eigentum – für die Differenz verantwortlich. Im Euroraum erhöhten sich die immateriellen Investitionen (unter Ausschluss der volatilen immateriellen Investitionen in Irland) nur halb so stark wie in den USA. Betrachtet man die anderen wichtigen Anlageklassen, so trug der Bereich Fahrzeuge im Euroraum fast so stark zu den Investitionen bei wie in den Vereinigten Staaten. Gleichzeitig waren die Ausrüstungsinvestitionen im Euroraum rückläufig, während sie in den Vereinigten Staaten leicht positiv blieben.

---

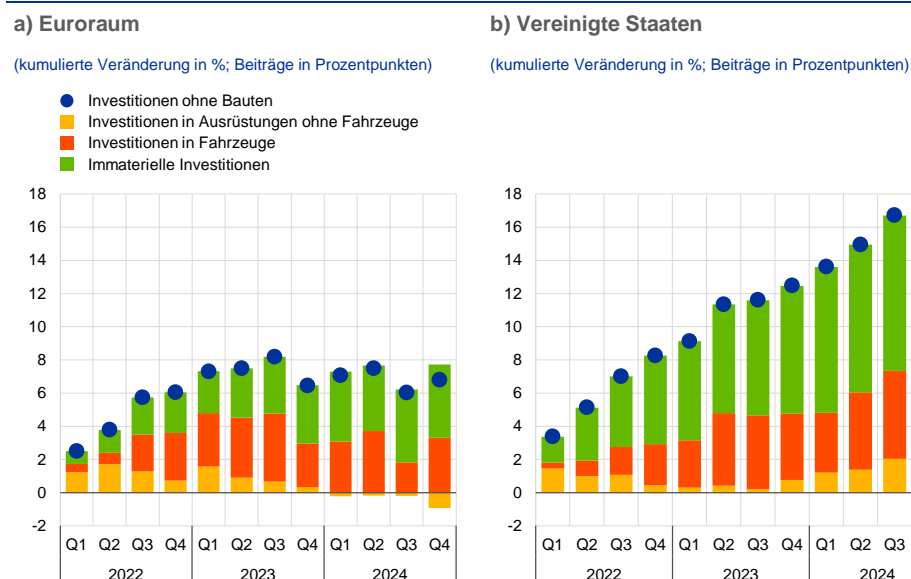
<sup>1</sup> Eine frühere Analyse findet sich in: EZB, [Warum erholt sich das Wachstum im Euroraum langsamer von der Pandemie als in den Vereinigten Staaten?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2024.

<sup>2</sup> Die detaillierten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wurden erst kurz nach dem Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts veröffentlicht. Als Näherungswert für die Unternehmensinvestitionen dienen die gesamtwirtschaftlichen Investitionen ohne Bauten im Euroraum (unter Ausschluss der volatilen immateriellen Investitionen in Irland) sowie die privaten Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau und ohne Investitionen in Bauten in den Vereinigten Staaten. Weitere Informationen zum Euroraum finden sich in: EZB, [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 350, 2024.



## Abbildung A

### Unternehmensinvestitionen und Aufschlüsselung nach Anlageklassen



Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Investitionen ohne Bauten und den immateriellen Investitionen im Euroraum werden die Investitionen in geistiges Eigentum in Irland nicht berücksichtigt. Investitionen ohne Bauten in den Vereinigten Staaten beziehen sich auf private Anlageinvestitionen in den Nichtwohnungsbau ohne Gewerbebau. Immaterielle Investitionen beziehen sich auf Investitionen in geistiges Eigentum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024.

### Dass sich die Sachinvestitionen im Euroraum schwächer entwickelten als in den Vereinigten Staaten, lässt sich teilweise durch die geringere Nachfrage erklären.

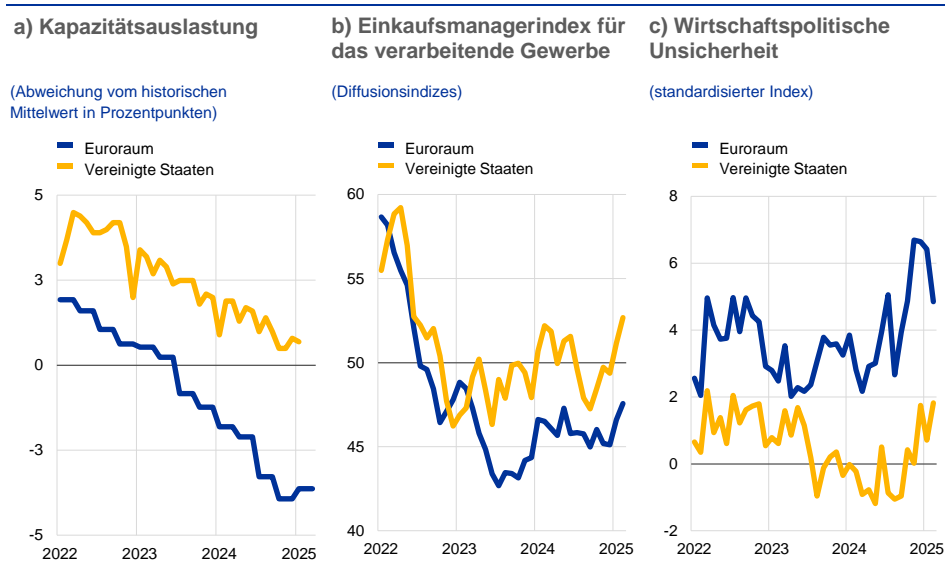
Die Binnennachfrage nach Waren – eine wesentliche Triebfeder der Ausrüstungsinvestitionen (einschließlich Investitionen in Fahrzeuge) – entwickelt sich im Euroraum seit Anfang 2022 deutlich verhaltener. Infolgedessen liegt die Kapazitätsauslastung seit Mitte 2023 deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung B, Grafik a). In den Vereinigten Staaten sorgte indessen die stärkere gesamtwirtschaftliche Nachfrage – zusätzlich unterstützt durch eine rasche Umsetzung politischer Maßnahmen zur Förderung von Investitionen – dafür, dass die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe über dem Durchschnittswert vor der Pandemie blieb. Hinzu kamen der stärkere Anstieg der Energiepreise im Euroraum und die erhöhte geopolitische Unsicherheit im Zuge des Einmarschs Russlands in die Ukraine. Diese Faktoren dürften die Investitionsnachfrage im Euroraum aufgrund der höheren Abhängigkeit der EU von russischem Gas als Energiequelle und aufgrund der Nähe zum Kriegsgebiet mehr belastet haben als in den Vereinigten Staaten. Sie dürften sich sowohl direkt in Form von höheren Produktionskosten und einem geringeren Vertrauen als auch indirekt in Form von Einbußen bei der Wettbewerbsfähigkeit auf den Exportmärkten bemerkbar gemacht haben.<sup>3</sup> Das Vertrauen im Euroraum ist seit 2022 sehr deutlich und anhaltend gesunken (siehe Abbildung B, Grafik b). Zudem war die wirtschaftspolitische Unsicherheit hier in dieser Zeit höher als in den Vereinigten Staaten. Dies hat die

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums – zurückliegende und künftige Herausforderungen](#), Wirtschaftsbericht 6/2024.

Investitionsnachfrage im Euroraum noch zusätzlich stärker gedämpft als in den USA (siehe Abbildung B, Grafik c).<sup>4</sup>

### Abbildung B

Kapazitätsauslastung, Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und wirtschaftspolitische Unsicherheit



Quellen: Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission; S&P Global Market Intelligence; Baker et al., *Measuring Economic Policy Uncertainty*, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 131, Nr. 4, 2016, S. 1593-1636; EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kapazitätsauslastung wird als Abweichung vom Mittelwert des Zeitraums von 1999 bis 2019 dargestellt. Die wirtschaftspolitische Unsicherheit im Euroraum wird ermittelt als der mit dem BIP gewichtete Durchschnitt für die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums (standardisiert über den Zeitraum von 1999 bis 2019). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2025 (Kapazitätsauslastung in den Vereinigten Staaten), Februar 2025 (Einkaufsmanagerindex und wirtschaftspolitische Unsicherheit) bzw. das erste Quartal 2025 (Kapazitätsauslastung im Euroraum).

**Auch bei den immateriellen Investitionen besteht eine erhebliche Divergenz, die mit den Ausgaben für die Förderung von Innovationen sowie für Forschung und Entwicklung zusammenhängt. Dadurch hat sich die Produktivitätslücke zwischen der EU und den Vereinigten Staaten ausgeweitet.**

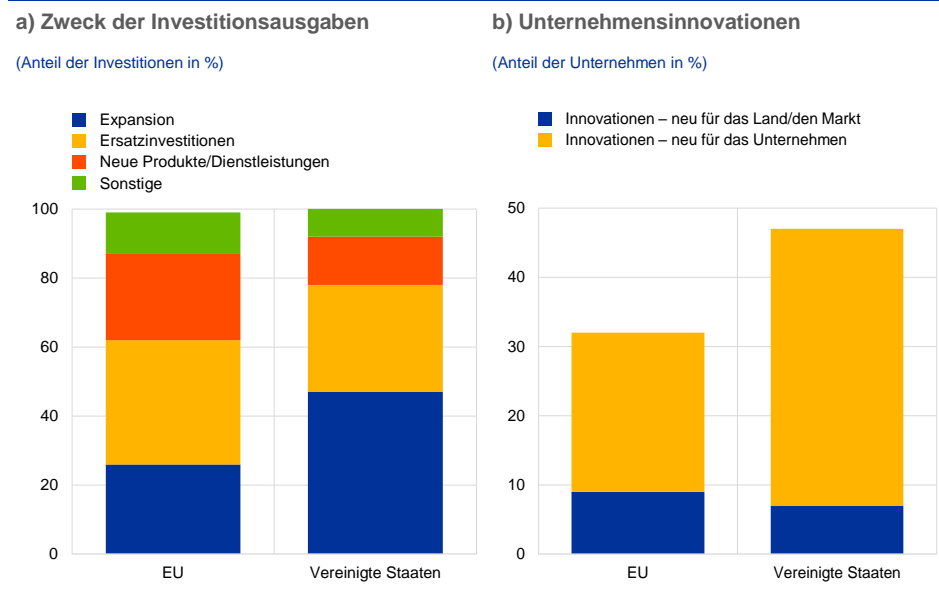
Laut der [Investitionsumfrage 2024](#) der Europäischen Investitionsbank (EIB), die Vergleichsdaten aus einer groß angelegten Umfrage unter Unternehmen in den USA und der EU enthält, dienen Investitionen in den Vereinigten Staaten stärker der Kapazitätsausweitung als in der EU. In der EU werden dagegen in erster Linie Ersatzinvestitionen getätigt (siehe Abbildung C, Grafik a).<sup>5</sup> Unternehmen in den USA legen den Schwerpunkt bei ihren Investitionen auch eher auf Innovationen als Unternehmen in der EU (siehe Abbildung C, Grafik b). Das [EU Industrial R&D Scoreboard für das Jahr 2024](#) zeigt, dass Investitionen in Forschung und Entwicklung im Euroraum hauptsächlich in etablierten Wirtschaftszweigen wie der Automobil- und Ausrüstungsbranche getätigt werden. In den Vereinigten Staaten konzentrieren sie sich dagegen zunehmend auf Aktivitäten im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT), beispielsweise auf

<sup>4</sup> Eine Beurteilung der negativen Auswirkungen der politischen Unsicherheit auf die Investitionen findet sich beispielsweise in: EZB, [Welche Signale gehen von Messgrößen der Unsicherheit für die Wirtschaft aus?](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2024; P.-F. Chen et al., [Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market](#), *Applied Economics*, Bd. 51, Nr. 31, 2019, S. 3423-3435.

<sup>5</sup> Die Aufschlüsselung für den Euroraum steht noch nicht zur Verfügung.

Investitionen in Rechenzentren und Einrichtungen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz. Immaterielle Investitionen sind für ein längerfristiges Wachstum unverzichtbar und tragen wahrscheinlich zur größer werdenden Produktivitätslücke zwischen den beiden Wirtschaftsräumen bei.<sup>6</sup>

**Abbildung C**  
Investitionen und Innovationen



Quelle: Investitionsumfrage 2024 der Europäischen Investitionsbank (EIB).  
Anmerkung: In Grafik a sind Abweichungen der Summen vom Wert 100 durch Runden der Zahlen bedingt. In Grafik b basieren die Daten auf den Antworten auf zwei Fragen dazu, welcher Anteil der Gesamtinvestitionen in die Entwicklung oder Einführung neuer Produkte, Prozesse oder Dienstleistungen fließt. Diese Daten sind danach aufgeschlüsselt, ob die Innovationen für das Unternehmen, das Land oder den Weltmarkt neu sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2024.

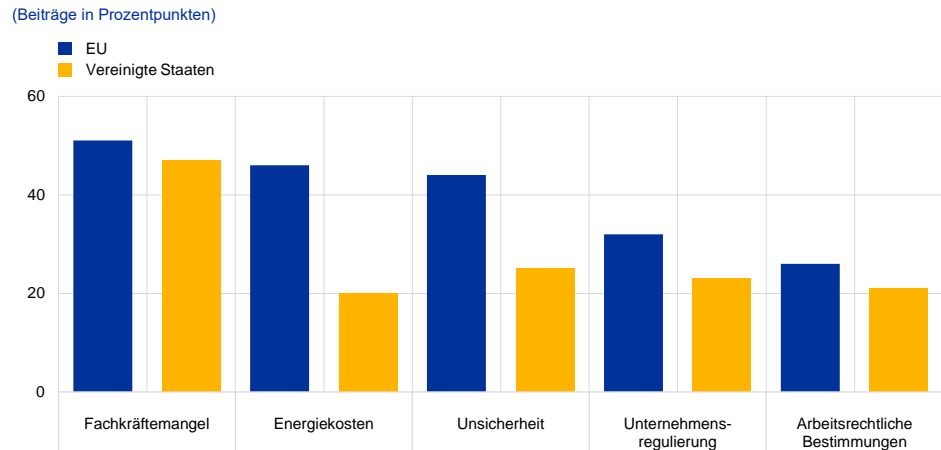
**Den Unternehmen zufolge bestehen in der EU höhere Investitionshindernisse als in den Vereinigten Staaten.** In der Investitionsumfrage 2024 der EIB nennen Unternehmen in der EU vor allem den Mangel an Fachkräften, die hohen Energiekosten, die erhöhte Unsicherheit und die regulatorischen Belastungen als Hindernisse (siehe Abbildung D). Auch scheinen die Energiekosten sowie die Unsicherheit in der EU eine etwas größere Bedeutung zu haben als in den Vereinigten Staaten. Dies ist teilweise darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen in der EU stärker von den Auswirkungen des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine betroffen sind. Die Unsicherheit könnte zwar als temporärer Faktor eingestuft werden, aber die erheblichen und lang anhaltenden Unterschiede bei den Energiekosten, bei der Regulierung der Güter- und Arbeitsmärkte sowie bei jenen Aspekten, die mit den Produktivitätsunterschieden zusammenhängen, dürften persistenterere Auswirkungen haben.<sup>7</sup> Die stärkere Regulierung ist auch ein Grund für die geringere Dynamik der Unternehmenslandschaft im Euroraum: Es gibt weniger Marktein- und -austritte, und die Unternehmen wachsen in der Regel auch

<sup>6</sup> Siehe McKinsey & Company, [Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?](#), 2021; EZB, [Kurz- und langfristige Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2024; A. Herzog-Stein und G. A. Horn, [The Productivity Puzzle: It's the Lack of Investment, Stupid!](#), *Intereconomics*, Nr. 2, 2018.

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Ein wettbewerbsfähiges Europa – die Rolle der Institutionen und Argumente für Strukturreformen](#), Wirtschaftsbericht 1/2025.

langsamer. Dies dürfte die Investitionstätigkeit insbesondere im Bereich der immateriellen Investitionen bremsen.<sup>8</sup>

**Abbildung D**  
**Wahrgenommene größte Hindernisse für Investitionen**



Quelle: Investitionsumfrage 2024 der EIB.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2024.

**Eine raschere Umsetzung von politischen Maßnahmen zur Förderung der Investitionen hat ebenfalls zur schnelleren und deutlicheren Erholung der Investitionstätigkeit in den USA beigetragen.** Zwar wird davon ausgegangen, dass die Mittel aus dem Aufbaufonds „Next Generation EU“ (NGEU) in Höhe von 750 Mrd. € die Unternehmensinvestitionen in Digitalisierung und den ökologischen Wandel in der EU ankurbeln werden, doch diese Mittel werden nur sehr allmählich und verzögert bereitgestellt. Der Umfang der damit verbundenen Fiskalmultiplikatoren ist ebenfalls ungewiss.<sup>9</sup> In den Vereinigten Staaten werden im Rahmen des Gesetzes zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act – IRA) und des Halbleitersgesetzes (CHIPS and Science Act) zusammen rund 835 Mrd. USD für saubere Energie und die Chipfertigung ausgegeben. Dies ist auf absoluter Basis etwas mehr als das NGEU-Programm in der EU, gemessen am BIP ist es aber weniger. Diese Programme haben den privaten Investitionen in den Nichtwohnungsbau (die in Abbildung A nicht berücksichtigt sind) in den Vereinigten Staaten bereits erheblichen Auftrieb verliehen. Die Auswirkungen zeigen sich besonders deutlich an den Investitionen im verarbeitenden Gewerbe, und zwar insbesondere an den Investitionen in Fabrikgebäuden, die stärker gestiegen sind als

<sup>8</sup> Siehe A. Thum-Thysen et al., [Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?](#), Structural Change and Economic Dynamics, Bd. 51, 2019, S. 77-88.  
<sup>9</sup> Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen siehe EZB, [Vier Jahre Next Generation EU – Bestandsaufnahme der wirtschaftlichen Auswirkungen](#), Wirtschaftsbericht 8/2024; zu den Fiskalmultiplikatoren siehe J. Creel und J. Kaiser, [The real effects of Next Generation EU](#), Recovery Watch, 2024.

in der EU.<sup>10</sup> Die schnellere Mittelbereitstellung im Rahmen des IRA verglichen mit dem NGEU könnte teilweise auf die stärkere Ausgereiftheit des Binnenmarkts in den Vereinigten Staaten zurückzuführen sein. Darüber hinaus sieht das IRA vor allem direkte Steuergutschriften der US-Regierung für Unternehmen und private Haushalte vor, wohingegen in der EU die Steuerpolitik weiterhin auf nationaler Ebene geregelt wird.<sup>11</sup>

**Die jüngsten politischen Initiativen der EU zur Verbesserung des Investitionsumfelds im Euroraum sollten dazu beitragen, die Lücke zu den Vereinigten Staaten zu schließen.** Der vor Kurzem angekündigte „Kompass für Wettbewerbsfähigkeit“ der Europäischen Kommission ist ein erfreulicher Schritt nach vorne. Dabei sollen die Wettbewerbsfähigkeit und die Innovationskraft durch verschiedene Maßnahmen gestärkt werden, darunter die Vereinfachung und Verringerung der regulatorischen Last, der Abbau von Hindernissen, um in vollem Umfang vom Binnenmarkt profitieren zu können, eine bessere Koordinierung der politischen Maßnahmen auf EU- und nationaler Ebene sowie die Verbesserung des Zugangs zu und der Erschwinglichkeit von finanziellen Mitteln. Die Agenda für eine Kapitalmarktunion muss daher unbedingt vorangetrieben werden, zumal ausgereifere Risikokapitalmärkte innovativen EU-Unternehmen den Zugang zu Risikokapital erleichtern würden, sodass diese Unternehmen leichter wachsen könnten. Die zügige Umsetzung dieser Maßnahmen ist dabei unabdingbar.

---

<sup>10</sup> Das IRA kurbelte die Investitionen in Fabrikgebäude und andere Produktionsstätten – insbesondere den Bau von Rechenzentren – an. Dies ist in der EU (außer in Irland) in wesentlich geringerem Maße zu beobachten. Da US-Präsident Donald Trump alle IRA-bezogenen Auszahlungen zum 20. Januar 2025 einstellen ließ, stehen die potenziellen positiven Langfristeffekte des IRA infrage. Die Bauinvestitionen in Fertigungsgebäude in den Vereinigten Staaten stiegen von Ende 2021 bis zum dritten Quartal 2024 um 112 %. Gleichwohl entsprachen sie nur 0,5 % des BIP und weniger als 4 % der privaten Anlageinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus.

<sup>11</sup> Siehe D. Cahen et al., [Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to respond](#), Eurofi Regulatory Update, Februar 2024.

## Hat die Exporttätigkeit des Euroraums den Anschluss im Tech-Bereich verpasst?

Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt und Stefan Schaefer

### Die Exportmarktanteile des Euroraums sind seit der Pandemie geschrumpft.

Der Anteil der im Euroraum ansässigen Unternehmen an den weltweiten Warenausfuhren ist seit 2019 um rund 2 Prozentpunkte zurückgegangen.<sup>1</sup> Die schwache Entwicklung des Exportwachstums ist Ausdruck der niedrigeren Produktivitätszuwächse europäischer Firmen im Vergleich zu anderen großen Volkswirtschaften. Zwar gibt es für die Herausforderungen, vor denen das Eurogebiet im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit steht, eine ganze Reihe von Gründen. Jedoch führte Mario Draghi in seinem Bericht die schleppende konjunkturelle Entwicklung im Euroraum in erster Linie auf die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit Europas im Hochtechnologiebereich zurück.<sup>2</sup> Im vorliegenden Kasten wird die sektorale Zusammensetzung der jüngsten Exportleistung des Euroraums an den Weltmärkten bewertet. Hierzu werden die Ausfuhren entsprechend ihrer Technologieintensität kategorisiert. Diese bemisst sich an der Höhe der Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Verhältnis zur Wertschöpfung. Anhand dieser Bewertung lässt sich feststellen, welche Sektoren für die Marktanteilsverluste maßgeblich sind. Konkret wird untersucht, ob die aggregierten Verluste von Exportmarktanteilen des Eurogebiets der Tatsache geschuldet sind, dass die europäischen Unternehmen nur begrenzt in den schnell wachsenden Hochtechnologie-sektoren vertreten sind, oder ob sich ihre Exportleistung in den etablierten Sektoren verschlechtert hat.

### Erkenntnisse darüber zu gewinnen, welche Rolle die sektorale Zusammensetzung der Exportentwicklung spielt, ist von wesentlicher Bedeutung, um die Auswirkungen politischer Maßnahmen beurteilen zu können, die in den letzten Jahren zur Steigerung der Produktion in bestimmten Sektoren umgesetzt wurden.

Sowohl die Vereinigten Staaten als auch China haben seit 2019 neue politische Maßnahmen eingeführt. Dazu gehörten auch solche, mit denen die Exportleistung in ausgewählten Sektoren angekurbelt werden sollte. So zielen in den Vereinigten Staaten das Gesetz zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act) und das Halbleitergesetz (CHIPS and Science Act) darauf ab, die Investitionstätigkeit in Hochtechnologie-sektoren zu forcieren. Zudem soll erreicht werden, dass die Produktion in die USA zurückverlagert wird. In China wird im Rahmen einer staatlichen Politik, die die Entwicklung nationaler Champions, d. h. von marktführenden Konzernen, fördert, seit Langem eine Strategie verfolgt, bei der technischer Fortschritt durch umfangreiche Subventionen für Hochtechnologiebranchen erzielt werden soll.<sup>3</sup> Diese Subventionen haben zu

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums – zurückliegende und künftige Herausforderungen](#), Wirtschaftsbericht 6/2024.

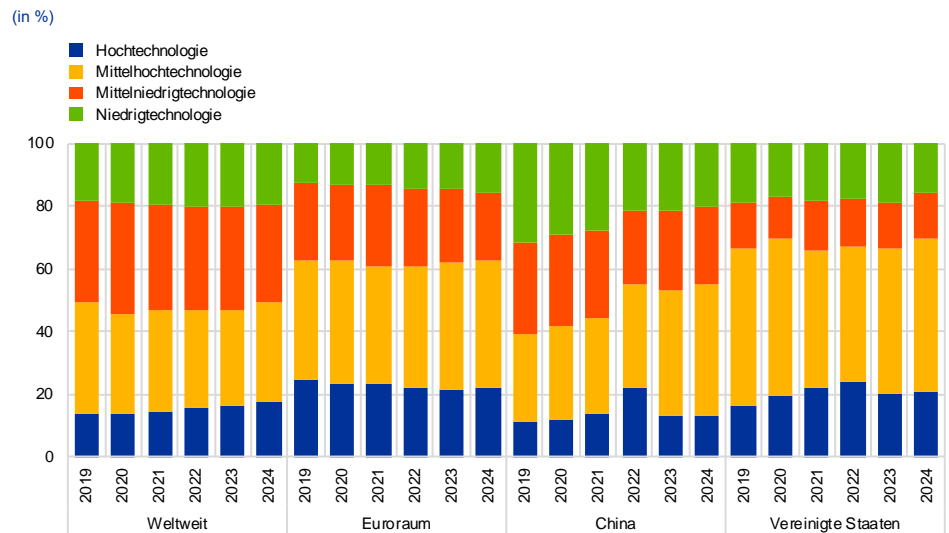
<sup>2</sup> Siehe M. Draghi, [The future of European competitiveness](#), Europäische Kommission, September 2024.

<sup>3</sup> Siehe hierzu auch Institute for Security & Development Policy, [Made in China 2025](#), Backgrounder, Juni 2018.

Überkapazitäten geführt, aufgrund derer chinesische Produzenten im Ausland eine aggressive Preispolitik verwirklichen konnten. Dies steht im Einklang mit Chinas Konzept der „neuen Produktivkräfte“, bei dem Innovationen und technologischer Entwicklung als wichtigen Wachstumsfaktoren Priorität eingeräumt wird. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Entwicklung von Elektrofahrzeugen, Mikrochips, künstlicher Intelligenz und neuen Werkstoffen.<sup>4</sup> Angesichts dessen, dass staatliche Stellen in anderen großen Volkswirtschaften derartige Maßnahmen nutzen, um die Investitionen und die Produktion in bestimmten Sektoren zu fördern, ist es wichtig zu verstehen, wie sektorspezifische Entwicklungen die Exportleistung des Euroraums insgesamt beeinflussen.

**Gemäß Eurostat wird das verarbeitende Gewerbe in vier Kategorien unterteilt. Diese richten sich nach der Technologieintensität der produzierten Waren.** Zu den Hochtechnologiesektoren zählen die Pharmaindustrie, die Telekommunikationstechnik sowie der Luft- und Raumfahrzeugbau. Zur Mittelhochtechnologie gehören der Kraftfahrzeugbau, die Chemieindustrie und die Herstellung von elektrischen Ausrüstungen.<sup>5</sup> Die Mittelhochtechnologie stellt mit einem Anteil von 32 % im Jahr 2024 den größten internationalen Exportmarkt dar – deutlich vor dem Hochtechnologiesektor mit einem Anteil von 18 % (siehe Abbildung A). Allerdings schrumpften die Sektoren im Bereich der Mittelhochtechnologie seit 2019, während die Hochtechnologiebranchen um 6 Prozentpunkte gewachsen sind.

**Abbildung A**  
Ausfuhren des verarbeitenden Gewerbes nach Technologieintensität



Quellen: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Für die Berechnungen wurden nominale Exporte verwendet. Die Daten für 2024 sind unvollständig. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Entwicklung des chinesischen Wachstumsmodells: Herausforderungen und langfristige Wachstumsaussichten](#), Wirtschaftsbericht 5/2024.

<sup>5</sup> Eine detaillierte Beschreibung der Sektoren in den Kategorien „Hochtechnologie“, „Mittelhochtechnologie“, „Mittelniedrigtechnologie“ und „Niedrigtechnologie“ findet sich auf der Website von Eurostat (siehe [„High-tech classification of manufacturing industries“](#)).

**Die technologische Zusammensetzung der Ausfuhren des Euroraums, Chinas und der Vereinigten Staaten ist in den vergangenen Jahren immer ähnlicher geworden.** Die sektorale Zusammensetzung der Exporte des Euroraums zeigt sich seit 2019 recht stabil. Die Branchen der Mittelhochtechnologie hatten 2024 einen Anteil von 41 % an den gesamten Ausfuhren des verarbeitenden Gewerbes (siehe Abbildung A). In China stiegen die Ausfuhren in diesem Bereich von 2019 bis 2024 deutlich von 28 % auf 42 %. Diese Veränderung deutet darauf hin, dass sich die Exporte Chinas in der Wertschöpfungskette nach oben verlagert haben, wodurch die Exportstruktur des Landes jener des Euroraums immer ähnlicher wird.<sup>6</sup> In den Vereinigten Staaten sind unterdessen die Ausfuhren im Bereich der Hochtechnologie am kräftigsten gestiegen.

**Eine Shift-Share-Analyse zeigt, dass der Euroraum in sämtlichen Exportsektoren des verarbeitenden Gewerbes Einbußen verzeichnen musste, wengleich die Verluste an Marktanteilen im Bereich der Mittelhochtechnologie besonders deutlich waren.** In Abbildung B wird die Entwicklung der aggregierten Exportmarktanteile nach Sektoren aufgeschlüsselt. In Bezug auf die einzelnen Wirtschaftsräume werden die sektoralen Beiträge anhand von zwei Aspekten eingeordnet: a) nach der Exportleistung, bei der die Veränderungen des Marktanteils je Sektor berechnet werden (dabei wird das Verhältnis des Exportwachstums des jeweiligen Wirtschaftsraums zum weltweiten Importwachstum in den einzelnen Sektoren betrachtet); und b) nach der weltweiten Entwicklung, bei der das globale Wachstum in jedem Sektor ermittelt wird (berechnet als das Verhältnis der weltweiten Importe im jeweiligen Sektor zu den weltweiten Importen insgesamt). Anhand der Analyse wird also aufgezeigt, ob die Veränderungen des aggregierten Anteils eines Wirtschaftsraums an den internationalen Exportmärkten auf Steigerungen des Marktanteils in bestimmten Sektoren zurückzuführen sind oder auf das weltweite Wachstum dieser Sektoren im Allgemeinen. Der Euroraum hat zwar in allen Segmenten Exportmarktanteile verloren, doch waren hierfür in erster Linie die Sektoren der Mittelhochtechnologie verantwortlich. So entfielen 55 % der kumulierten Verluste seit 2019 auf diese Branchen (siehe Abbildung B, Grafik a). Auch die Hochtechnologiesektoren haben sich relativ schwach entwickelt. Obgleich diese Sektoren von einer hohen Nachfrage weltweit profitieren konnten, verzeichnete der Euroraum gegenüber anderen großen Volkswirtschaften Einbußen.

---

<sup>6</sup> Siehe A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler und T. Spital, [Why competition with China is getting tougher than ever](#), Der EZB-Blog, 3. September 2024.

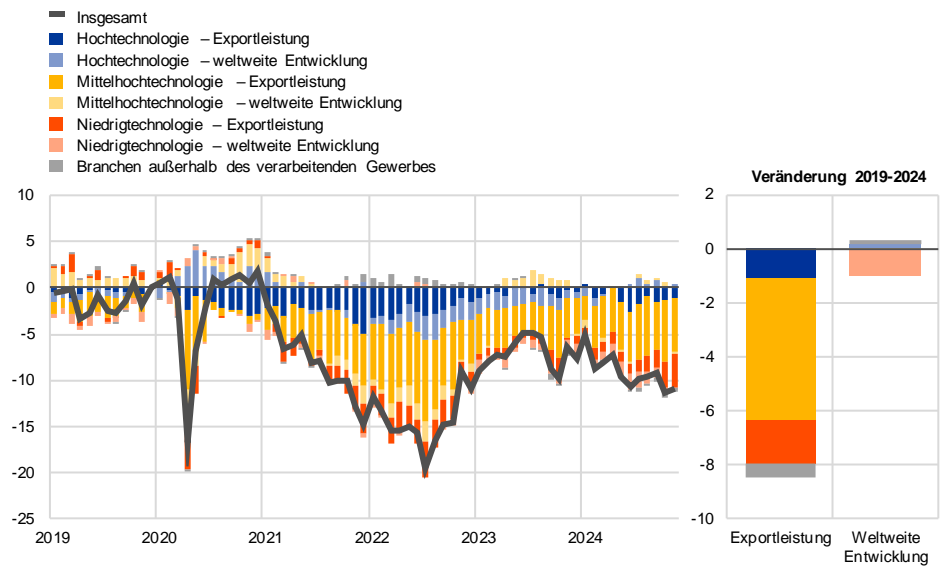


## Abbildung B

### Sektorale Beiträge zur Entwicklung der Exportmarktanteile

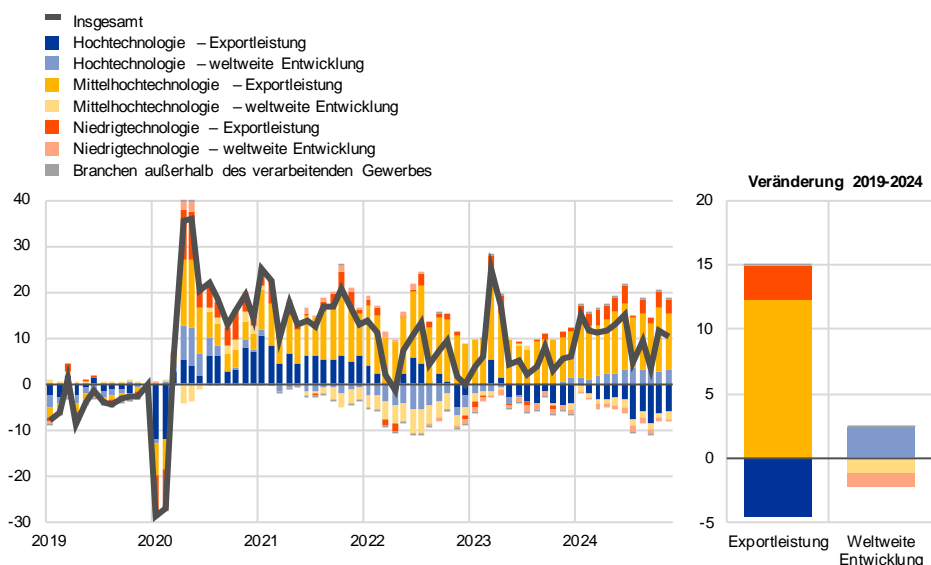
#### a) Euroraum

(Index: Dezember 2019 = 0)



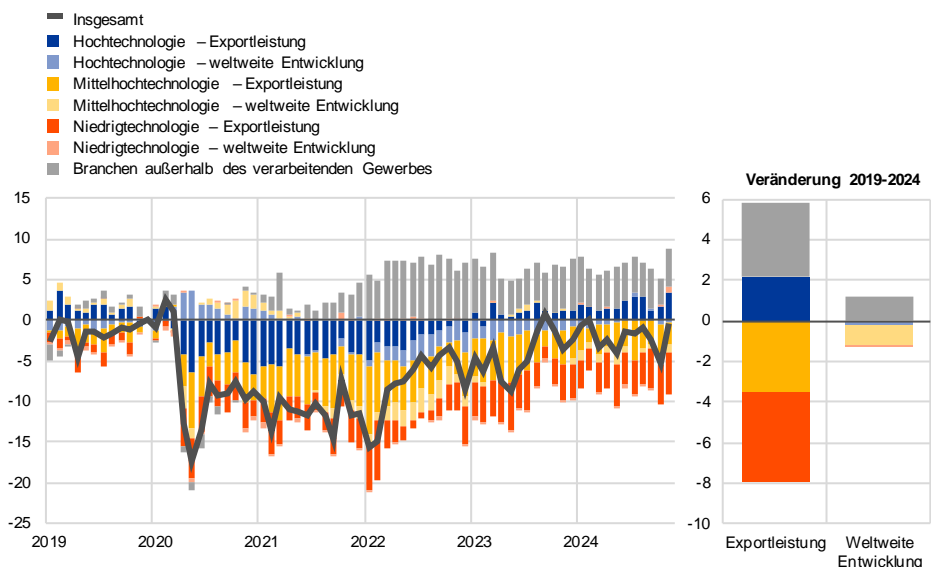
## b) China

(Index: Dezember 2019 = 0)



## c) Vereinigte Staaten

(Index: Dezember 2019 = 0)



Quellen: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Die Exportmarktanteile werden wertmäßig ausgewiesen und beziehen sich ausschließlich auf Waren. Die Daten von CPB werden zur Berechnung der aggregierten Marktanteile herangezogen. Zur Berechnung der sektoralen Gewichtung werden TDM-Daten verwendet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

### China konnte seine Exportmarktanteile im Bereich der Mittelhochtechnologie erheblich ausweiten, und die USA verzeichneten einen Anstieg in den Hochtechnologiesektoren.

Die Exportleistung Chinas scheint nahezu im umgekehrten Verhältnis zu jener des Eurogebiets zu stehen. So verbuchte China vor allem im Bereich der Mittelhochtechnologie spürbare Zugewinne bei den Marktanteilen (siehe Abbildung B, Grafik b). In den Vereinigten Staaten erholten sich im betrachteten Zeitraum von 2019 bis 2024 die Exportmarktanteile unterdessen beinahe vollständig. Dabei wurden im Vergleich zu den anderen Ländern besonders

gute Ergebnisse im Hochtechnologiebereich und in den Branchen außerhalb des verarbeitenden Gewerbes, hauptsächlich bei der Öl- und Gasförderung, erzielt (siehe Abbildung B, Grafik c).

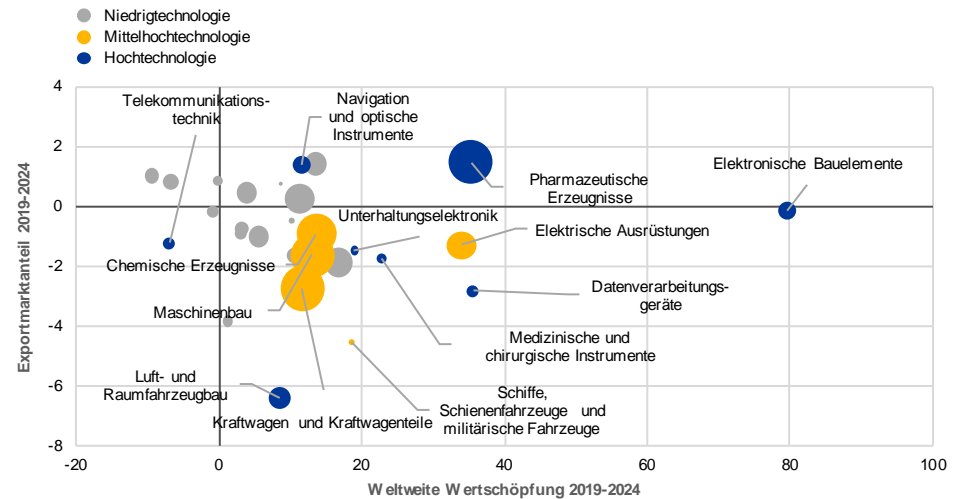
**Die Exportleistung des Euroraums in der Hochtechnologie weist branchenspezifische Unterschiede auf; besonders stark zeigen sich die Euro-Länder in der pharmazeutischen Industrie, deutliche Schwächen gibt es dagegen bei elektronischen Erzeugnissen und Datenverarbeitungsgeräten.**

Alles in allem haben die Hochtechnologiebranchen seit 2019 das stärkste Wachstum in Bezug auf die globale Wertschöpfung verzeichnet (siehe Abbildung C). Mit einem Anteil von 36 % an den globalen Ausfuhren ist der Euroraum Weltmarktführer im pharmazeutischen Sektor und gewann hier auch weitere Marktanteile hinzu.<sup>7</sup> Der Bereich „Navigation und optische Instrumente“ ist ein weiterer Hochtechnologiesektor, in dem der Euroraum positive Ergebnisse erzielte. Die Ausfuhren in anderen Branchen der Hochtechnologie erwiesen sich jedoch als schwach, und die entsprechenden Marktanteile sanken stetig. In den am schnellsten wachsenden Sektoren verlor das Eurogebiet gegenüber anderen großen Volkswirtschaften an Boden – etwa gegenüber China im Bereich der elektronischen Erzeugnisse und gegenüber den USA bei Datenverarbeitungsgeräten.

**Abbildung C**  
Entwicklung der Marktanteile und der weltweiten Wertschöpfung nach Sektoren

**a) Euroraum**

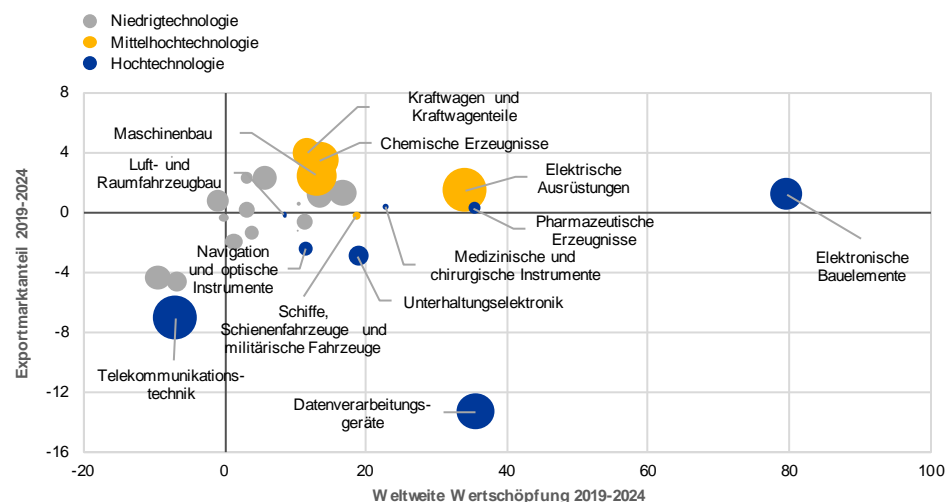
(x-Achse: Veränderung in %; y-Achse: Veränderung in Prozentpunkten)



<sup>7</sup> Von den Pharmaexporten Irlands entfallen 42 % der Wertschöpfung auf US-amerikanische Unternehmen (Irlands Anteil an den Pharmaexporten des Euroraums insgesamt belief sich 2024 auf 17 %). Die Hälfte dieser Wertschöpfung wird wieder in die Vereinigten Staaten zurückexportiert.

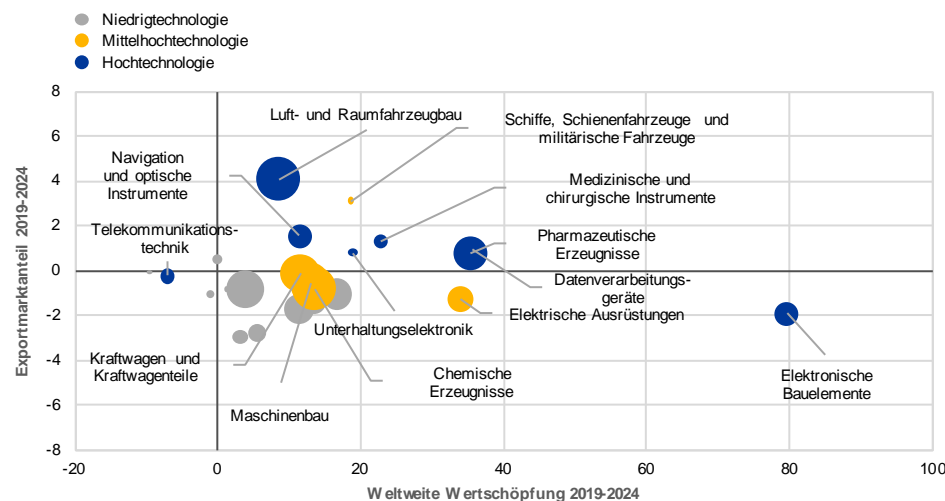
## b) China

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



## c) Vereinigte Staaten

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



Quellen: TDM, Oxford Economics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Sektorklassifizierung erfolgt nach NACE Rev. 2. Folgende Hochtechnologie- und Mittelhochtechnologiesektoren sind hier enthalten (Abteilungen/Gruppen nach NACE Rev. 2 sind in Klammern angegeben): chemische Erzeugnisse (20), pharmazeutische Erzeugnisse (21), elektronische Bauelemente (26.1), Datenverarbeitungsgeräte (26.2), Telekommunikationstechnik (26.3), Unterhaltungselektronik (26.4), medizinische und chirurgische Instrumente (26.6), Navigation und optische Instrumente (26.5, 26.7, 26.8), elektrische Ausrüstungen (27), Maschinenbau (28), Kraftwagen und Kraftwagenteile (29), Luft- und Raumfahrzeugbau (30.3), Schiffe, Schienenfahrzeuge und militärische Fahrzeuge (30 ohne 30.3). Die Technologieintensität der einzelnen Sektoren entspricht der von Eurostat vorgenommenen Klassifizierung (siehe „High-tech classification of manufacturing industries“). Die Größe der Kreise gibt den Anteil an den gesamten nominalen Exporten des jeweiligen Wirtschaftsraums im Jahr 2024 wieder. Das Wachstum der weltweiten Wertschöpfung im vierten Quartal 2024 ist geschätzt. Die Angaben zu den Exporten und den Exportmarktanteilen für 2024 sind unvollständig. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

### Im Bereich der Mittelhochtechnologie verlor der Euroraum die meisten

**Marktanteile an China.** Für das Eurogebiet stellen die Ausfuhren im Bereich der Mittelhochtechnologie einen großen Teil der Ausfuhren insgesamt dar. Sie sind zudem wesentlich höher als die Exporte in der Hochtechnologie. Auch die USA haben in diesem Segment Marktanteile verloren, allerdings in geringerem Maße. China gewinnt Marktanteile auf Kosten von Marktführern wie dem Euroraum. Dies ist insbesondere im Bereich der Elektrofahrzeuge zu beobachten, der erheblich von industriepolitischen Maßnahmen in China profitiert.

## Der steigende Energiebedarf durch künstliche Intelligenz und dessen Auswirkungen auf die Rohstoffpreise

Vlad Burian und Arthur Stalla-Bourdillon

### **Die Einführung verschiedener Modelle von künstlicher Intelligenz (KI) hat sich weltweit massiv beschleunigt und erfordert beträchtliche Rechenkapazitäten.**

Der KI-bedingte Energieverbrauch in Rechenzentren hält sich derzeit noch in Grenzen und liegt schätzungsweise bei rund 20 Terawattstunden (TWh) bzw. 0,02 % des weltweiten Energieverbrauchs.<sup>1</sup> Allerdings werden KI-Modelle vermehrt dazu verwendet, intelligente Anwendungen zu entwickeln. Diese erstrecken sich von KI-Assistenten bis hin zu autonomen Fahrzeugen. Generative KI-Modelle, vor allem solche, die Texte und bildbasierte Inhalte erstellen, sind sowohl was das Training als auch was den Betrieb anbelangt sehr energieintensiv. So verbraucht eine einzige Anfrage an ChatGPT3 rund zehnmal mehr Energie als eine gewöhnliche Google-Suche.<sup>2</sup> Mit der Entwicklung neuerer und rechenintensiverer großer Sprachmodelle (LLMs) dürfte der entsprechende Energiebedarf noch weiter zunehmen.<sup>3</sup>

### **Zwischen der vermehrten Nutzung von KI und dem Energieverbrauch besteht bereits jetzt ein deutlicher Zusammenhang.**

Der Energieverbrauch der „Glorreichen Sieben“, also der sieben größten US-amerikanischen Tech-Firmen (darunter Alphabet und Microsoft), und der Betreiber von Rechenzentren hat sich deutlich stärker erhöht als jener der im S&P 500 gelisteten Unternehmen. Dies könnte mit der verstärkten Nutzung von KI zusammenhängen. Die Veränderungen des jährlichen Energieverbrauchs im Jahr 2023 zeigen, dass der Median des Energieverbrauchs für die Unternehmen im S&P 500 unverändert geblieben ist. Dagegen ist er bei den „Glorreichen Sieben“ um 19 % und bei den Rechenzentrumsbetreibern um 7 % gestiegen.

### **Perspektivisch wird erwartet, dass die KI-bedingte Energienachfrage weiter stark zunehmen wird. Dabei dürfte es jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern geben.**

Bezüglich der künftigen Anwendung von KI herrscht noch große Unsicherheit. Dennoch könnten Rechenzentren (sowohl KI-basierte als auch nicht KI-basierte) nach Einschätzung der Internationalen Energieagentur (IEA) im Jahr 2026 möglicherweise 80 % mehr Energie verbrauchen als im Jahr 2022 – Effizienzgewinne sind dabei sogar schon berücksichtigt (siehe Abbildung A).<sup>4</sup> Konkret gesagt dürfte der Stromverbrauch KI-basierter Rechenzentren um 90 TWh steigen und damit einen Anteil von 20 Prozentpunkten am Gesamtanstieg des Energieverbrauchs durch Rechenzentren ausmachen. Dies entspricht rund 4 % des aktuellen Stromverbrauchs in der EU. Die IEA erwartet, dass der Energieverbrauch

<sup>1</sup> Siehe Internationale Energieagentur, [World Energy Outlook 2023](#), Oktober 2023.

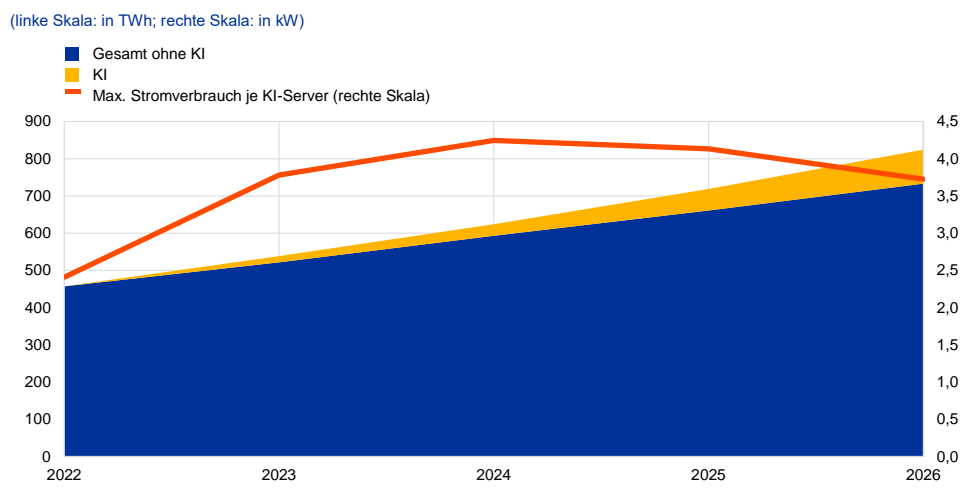
<sup>2</sup> Siehe A. De Vries, [The growing energy footprint of artificial intelligence](#), Joule, Bd. 7, Nr. 10, 2023, S. 2191-2194.

<sup>3</sup> Der KI-bedingte Energiebedarf dürfte steigen, obwohl einige LLMs Lizenzgebühren pro Anfrage erheben und deren Nutzung verglichen mit gebührenfreien Modellen dadurch zurückgehen könnte.

<sup>4</sup> Siehe Internationale Energieagentur, [Electricity 2024](#), Januar 2024. Die IEA geht davon aus, dass der Stromverbrauch in Rechenzentren nicht allein durch KI, sondern auch durch Cloud Computing und Kryptowerte deutlich nach oben getrieben wird.

von Rechenzentren (der sowohl KI-basierte als auch nicht KI-basierte Anwendungen umfasst) mit 70 TWh bzw. 60 TWh am stärksten in China und in den Vereinigten Staaten zunehmen wird.

**Abbildung A**  
Projizierter Anstieg des Strombedarfs von Rechenzentren



Quellen: IEA, Goldman Sachs und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der KI-bedingte Strombedarf für die Zeit von 2022 bis 2026 wird auf Grundlage von Werten für 2026, die den IEA-Prognosen entstammen, linear interpoliert. Die orangefarbene Linie zeigt die projizierte maximale Stromnutzung eines KI-Servers und macht erwartete Effizienzgewinne deutlich.

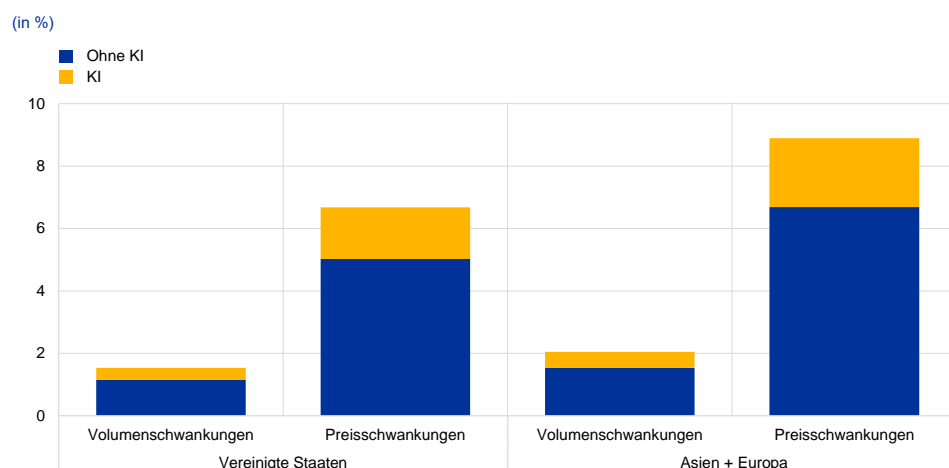
**Der Anstieg der KI-bedingten Energienachfrage wird den Erwartungen zufolge durch Erdgaskraftwerke oder erneuerbare Energien gedeckt.** Regulatorische Bemühungen zur Reduzierung des CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks veranlassen die Unternehmen dazu, sich vorzugsweise für CO<sub>2</sub>-neutrale Energieformen zu entscheiden, vor allem für erneuerbare Energien. Die großen Tech-Firmen suchen zudem nach Alternativen und ziehen dabei auch neue Kernkraftwerke in Erwägung. Jedoch dürfte keine Lösung (egal, ob sie Partnerschaften mit neuen großen Anlagen oder den Erwerb eigens hierfür bestimmter kleiner modularer Reaktoren beinhaltet) vor 2026 in Betrieb gehen. Bei Stromknappheit dürfte Erdgas in Ergänzung zu erneuerbaren Energien zum Einsatz kommen, da es weniger umweltschädlich ist als Kohle. Daher könnten zwei gegensätzliche und extreme Szenarios in Betracht gezogen werden. Im ersten Szenario wird der Energiebedarf zur Gänze durch Erdgas gedeckt, im zweiten indes komplett durch erneuerbare Energien.

**Selbst im ersten Szenario (das unterstellt, dass der Strombedarf KI-basierter Rechenzentren vollständig durch Erdgas abgedeckt wird) hält sich der Effekt auf die Gaspreise in Grenzen.** Nach Skalierung des von der IEA geschätzten Energiebedarfs der Rechenzentren auf die Größe des US-amerikanischen Gasmarktes und die Größe der asiatischen und europäischen Gasmärkte zusammengenommen und anschließender Anwendung der in der Literatur genannten Elastizitäten zeigt sich, dass die Gaspreise in Asien und Europa um rund 9 % und in den USA um 7 % steigen könnten (siehe Abbildung B).<sup>5</sup> Darüber hinaus würden sowohl am asiatisch-europäischen Markt als auch am US-Markt rund

<sup>5</sup> Die verwendeten Elastizitäten basieren auf S. Albrizio et al., [Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas](#), AEA Papers and Proceedings, Bd. 113, 2023, S. 43-46.

2 Prozentpunkte des Anstiegs auf KI-basierte Rechenzentren entfallen. Von der KI-Nutzung dürfte demnach nur ein begrenzter Aufwärtsdruck auf die Gaspreise ausgehen. Grund hierfür ist, dass ein KI-bedingter Nachfrageschock bei Energie absolut betrachtet zwar groß ist, aber selbst im extremen Szenario gemessen an der Gesamtgröße des US-amerikanischen bzw. asiatisch-europäischen Gasmarktes minimal ausfällt.

**Abbildung B**  
 Geschätzter Gasbedarf und Gaspreisschwankungen bei Deckung des Energiebedarfs aller Rechenzentren durch Erdgas bis 2026



Quellen: IEA und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Zahlen basieren auf IEA-Projektionen für den künftigen Energiebedarf von Rechenzentren unter der Annahme, dass jedweder zusätzliche Energiebedarf in der Zeit von 2022 bis 2026 durch Gaskraftwerke abgedeckt wird. Die Energienachfrage der Rechenzentren wird unter Anwendung einer Umwandlungsquote von 45 % in die Gasnachfrage umgerechnet (siehe U.S. Energy Information Administration, *More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion*, Today in Energy, 21. Juli 2020). Der KI-bedingte Energiebedarf jeder Region wird geschätzt unter Zugrundelegung eines konstanten Anteils des KI-bedingten Stromverbrauchs am Gesamtstromverbrauch der Rechenzentren in beiden Regionen.

**Im zweiten Szenario (in dem der zusätzliche Energiebedarf durch erneuerbare Energien gedeckt wird) steigt zwar die Nachfrage nach kritischen Mineralien, doch dürfte deren Preisentwicklung davon nicht wesentlich beeinflusst werden.** Kritische Mineralien wie Lithium und Nickel werden zwingend für Windparks und Solarpaneele benötigt. Infolge der Energiewende ist die entsprechende Nachfrage bereits jetzt sehr hoch, und da sich der Abbau dieser Stoffe auf einige wenige Länder konzentriert, sind sie besonders anfällig für Lieferkettenstörungen und geopolitische Spannungen.<sup>6</sup> Wie Erdgas (und im Gegensatz zu Strom) lassen sich die kritischen Mineralien relativ leicht von Region zu Region transportieren. Demzufolge dürfte ein KI-bedingter Nachfrageanstieg – bezogen auf die Gesamtgröße des Marktes – relativ moderat ausfallen, sodass sich der speziell auf KI zurückzuführende Aufwärtsdruck auf die Preise in Grenzen halten wird.

**Der sprunghafte Anstieg der KI-bedingten Stromnachfrage könnte allerdings einen Preisdruck an den nationalen Strommärkten herbeiführen.** Die Strommärkte bestehen aus einer Vielzahl an jeweils relativ isolierten Teilmärkten. Grund hierfür sind die begrenzten Vernetzungskapazitäten und der Energieverlust während der Übertragung. Daher kann es sich für Länder wie Irland, das in puncto

<sup>6</sup> Siehe J. F. Adolfsen, D. Kedan und M.-S. Lappe, *The geopolitics of green minerals*, Der EZB-Blog, 10. Juli 2024.

Rechenzentren zu den wichtigen Akteuren in der Branche zählt, als besonders problematisch erweisen, die wachsende KI-bedingte Nachfrage lokal abzudecken. Der potenzielle Gesamteinfluss auf die nationalen Strommärkte lässt sich indes weniger leicht einschätzen. Abhängen dürfte er von der landesspezifischen Konzentration KI-basierter Rechenzentren, den konkreten Merkmalen der nationalen Märkte und den für Rechenzentren geltenden regulatorischen Anforderungen, gemäß denen sie gegebenenfalls zur Stromversorgung beitragen müssen.



## Prognosen der Nachfrage nach Arbeitskräften im Euroraum anhand von Earnings Calls

Claudia Feroni und Christofer Schroeder

**Die Evidenz aus Earnings Calls von Unternehmen im Euroraum deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter zurückgeht.** Bei Earnings Calls handelt es sich um Telefon- oder Videokonferenzen zwischen der Geschäftsleitung eines börsennotierten Unternehmens und seinen Investoren, Finanzanalysten und Medienvertretern. Earnings Calls liefern umfangreiche und zeitnahe Wirtschaftsinformationen, die in hoher Frequenz verfügbar sind.<sup>1</sup>

**Im vorliegenden Kasten wird eine große Datenbank aus Transkripten von Earnings Calls einer Textanalyse unterzogen, um einen Indikator der Arbeitsnachfrage im Euroraum zu entwickeln.** Dieser Indikator wird dann für Nowcasts und Prognosen der Vakanzquote<sup>2</sup> im Eurogebiet verwendet, die ein klassisches Maß der Arbeitsnachfrage und eine wichtige Kennzahl für den Arbeitsmarkt ist. Die verwendete Datenbank enthält genaue Angaben zu Datum und Uhrzeit der einzelnen Earnings Calls und wird alle zwei Wochen aktualisiert. Somit können Informationen aus Earnings Calls deutlich früher extrahiert werden, als dies bei offiziellen Datenveröffentlichungen möglich ist. Letztere (darunter die Veröffentlichungen der Vakanzquote) stehen erst mit deutlicher Verzögerung zur Verfügung.<sup>3</sup>

**Die erstellte Messgröße für die Arbeitskräftenachfrage aus Earnings Calls korreliert eng mit der Vakanzquote** (siehe Abbildung A). Zur Erstellung des Indikators wird zunächst die Stichprobe der Earnings Calls eingegrenzt. Es werden nur Unternehmen berücksichtigt, die zum Zeitpunkt des Earnings Calls ihren Hauptsitz im Euroraum hatten. Damit umfasst die Stichprobe etwa 600 Konferenzen pro Quartal. Anschließend werden die Sätze in den Earnings Calls addiert, die mindestens ein Wort aus einer Liste von Schlüsselwörtern enthalten. Dabei handelt es sich um Wörter, die den Druck der Unternehmen durch eine ungedeckte Arbeitsnachfrage abbilden (gemäß Dueholm, Kalyani und Ozkan).<sup>4</sup> Der so erstellte Indikator ist zwar etwas volatil, korreliert jedoch eng mit der Vakanzquote im Euroraum (der Korrelationskoeffizient beträgt rund 0,9). Insbesondere erfasst er den stetigen Anstieg der Vakanzquote von 2016 bis 2020 und deren kräftige Zunahme im Jahr 2021. Sowohl der Indikator der Arbeitsnachfrage als auch die Vakanzquote erreichten im ersten Halbjahr 2022 einen Höchststand. Seitdem weisen beide

<sup>1</sup> Informationen zur weiteren Verwendung von Earnings Calls in Bezug auf makroökonomische Indikatoren finden sich in: EZB, [Earnings Calls – neue Erkenntnisse zu den Gewinnen sowie den Investitions- und Finanzierungsbedingungen von Unternehmen](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2023.

<sup>2</sup> Die Vakanzquote ist definiert als die Zahl der offenen Stellen dividiert durch die Summe aus der Zahl der besetzten und offenen Stellen.

<sup>3</sup> Die Schnellschätzung der Vakanzquote im Euroraum ist in der Regel etwa anderthalb Monate nach dem Ende des Quartals, auf das sie sich bezieht, verfügbar. Die erste Veröffentlichung erfolgt dann erst etwa drei Monate nach Quartalsende.

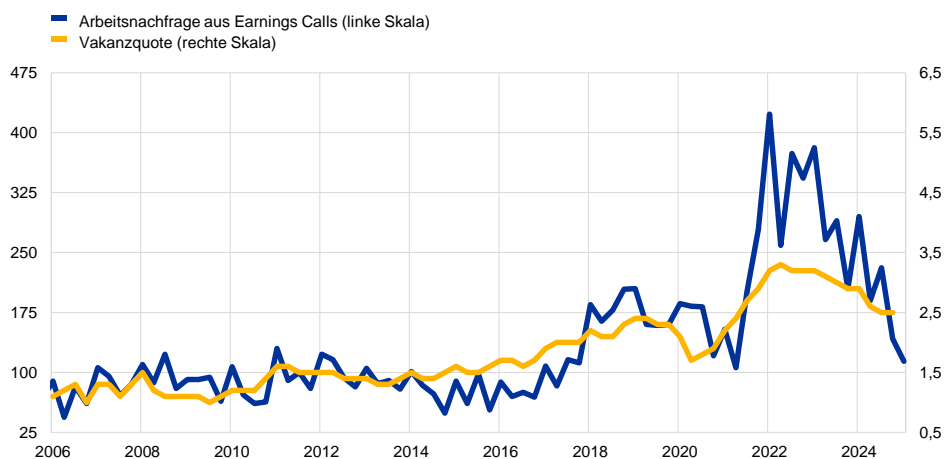
<sup>4</sup> Siehe M. Dueholm, A. Kalyani und S. Ozkan, [Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?](#), On the Economy Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18. Juni 2024.

Messgrößen einen Abwärtstrend auf, was auf eine sich abschwächende Nachfrage nach Arbeitskräften hindeutet.

### Abbildung A

#### Indikator der Arbeitsnachfrage aus Earnings Calls und Vakanzquote im Euroraum

(linke Skala: Anzahl der Sätze; rechte Skala: in %)



Quellen: Eurostat, NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blaue Linie zeigt den Indikator der Arbeitsnachfrage, der aus den Earnings Calls wie im Text beschrieben abgeleitet wurde. Die gelbe Linie bildet die Vakanzquote im Euroraum ab. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2025 (Arbeitsnachfrage aus Earnings Calls) bzw. das vierte Quartal 2024 (Vakanzquote).

#### Die Daten aus den jüngsten Earnings Calls weisen darauf hin, dass die Vakanzquote weiter leicht zurückgehen wird (siehe Abbildung B). Um eine

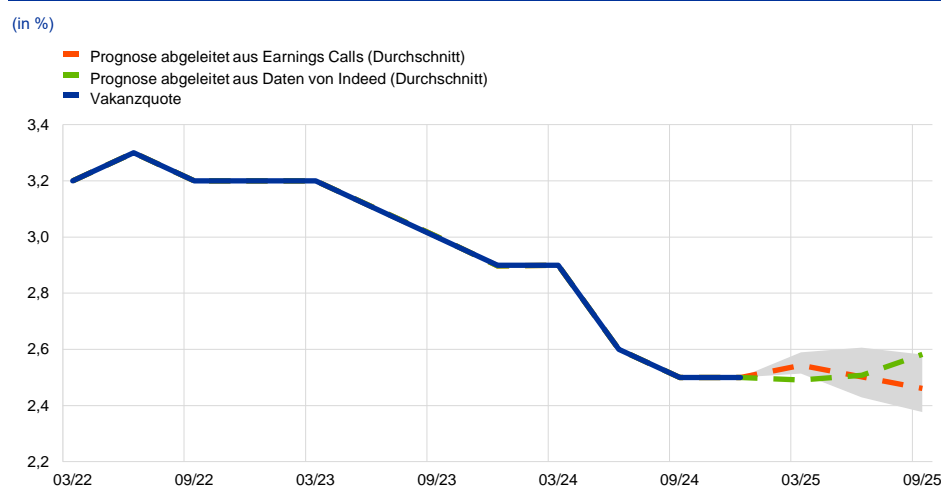
Messgröße der Vakanzquote zu erstellen, die vor den offiziellen Datenveröffentlichungen verfügbar ist, wird ein regressives Mixed-Data-Sampling-Modell (MIDAS-Modell) verwendet, das Nowcasts und Prognosen für maximal die nächsten zwei Quartale generiert.<sup>5</sup> MIDAS-Regressionen bieten den entscheidenden Vorteil, dass sich eine niederfrequente Variable (die Vakanzquote) anhand hochfrequenter Daten (dem hier aus Earnings Calls abgeleiteten Indikator der Arbeitsnachfrage) vorhersagen lässt. Um das Risiko zu verringern, dass es zu Fehlspezifikationen des Modells kommt, wird eine Reihe von MIDAS-Regressionen über mehrere Spezifikationen geschätzt (darunter unterschiedliche Verzögerungspolynome und Restriktionen der Modellparameter).<sup>6</sup> Anschließend werden die Bandbreiten und Mittelwerte der Prognosen aus den verschiedenen Spezifikationen betrachtet. Diese lassen den Schluss zu, dass sich die Nachfrage nach Arbeitskräften im laufenden Quartal und in den kommenden Quartalen nachhaltig abkühlen wird. Die Vakanzquote dürfte sich im ersten und im zweiten

<sup>5</sup> MIDAS-Regressionen werden häufig verwendet, um kurzfristige Prognosen zu erstellen, da die Informationsvorteile von zeitnahen, hochfrequenten Daten mit zunehmendem Projektionszeitraum schwinden (siehe F. Forni und M. Marcellino, [A survey of econometric methods for mixed-frequency data](#), Working Papers, Norges Bank Research, Nr. 06, 2013).

<sup>6</sup> Insbesondere werden zwei verschiedene Polynomspezifikationen geschätzt: ein exponentielles Almon-Verzögerungspolynom (siehe E. Ghysels, A. Sinko und R. Valkanov, [MIDAS Regressions: Further Results and New Directions](#), *Econometric Review*, Bd. 26, Ausgabe 1, 2007, S. 53-90) und ein MIDAS-Modell ohne Restriktionen gemäß C. Forni, M. Marcellino und C. Schumacher, [Unrestricted mixed data sampling \(MIDAS\): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials](#), *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, Bd. 178, Nr. 1, S. 57-82, 2015. Zudem werden für jede Modellspezifikation verschiedene Zeitfenster zur Glättung des Indikators der Arbeitsnachfrage aus Earnings Calls anhand eines gleitenden Durchschnitts berücksichtigt.

Quartal 2025 um einen Wert von rund 2,5 % bewegen. Damit läge sie 0,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom zweiten Quartal 2022, jedoch nach wie vor über ihrem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt von 1,9 %. Für das dritte Quartal 2025 deuten die Prognosen auf einen leichten Rückgang auf 2,4 % hin, wobei die Risiken weitgehend ausgewogen sind, da die Bandbreite der prognostizierten Ergebnisse recht gleichmäßig um den Mittelwert verteilt ist. Das Profil der Prognosen steht weitgehend mit den Projektionen zur Wirtschaftstätigkeit im Einklang, die in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2025 veröffentlicht wurden. Dies lässt auf eine geringere Wachstumsdynamik in der ersten Jahreshälfte 2025 schließen.

**Abbildung B**  
Prognosen der Vakanzquote im Euroraum



Quellen: Eurostat, NL Analytics, Indeed und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blaue Linie zeigt die Vakanzquote im Euroraum bis zum vierten Quartal 2024. Der graue Bereich veranschaulicht die Bandbreite der Prognosen (Minimal- bis Maximalwerte), die aus mehreren MIDAS-Modellspezifikationen mit und ohne Restriktionen sowie verschiedenen Varianten des aus Earnings Calls abgeleiteten Indikators der Arbeitsnachfrage gewonnen wurden. Die gestrichelte rote Linie stellt die aus Earnings Calls abgeleitete durchschnittliche Prognose dar. Die gestrichelte grüne Linie zeigt die aus Daten zu Stellenausschreibungen von Indeed abgeleitete durchschnittliche Prognose auf Basis des hier verwendeten MIDAS-Regressionsprognosemodells. Die jüngsten den Prognosen zugrunde liegenden Angaben beziehen sich auf Januar 2025. Die Prognosen decken die Zeit bis zum dritten Quartal 2025 ab.

**Die kurzfristigen Prognosen der Vakanzquote, die anhand von Earnings Calls ermittelt wurden, entsprechen weitgehend jenen, die aus alternativen Messgrößen der Arbeitsnachfrage abgeleitet wurden.** Die Angaben über offene Stellen aus der Online-Jobbörse Indeed stellen eine weitere neue und nützliche Informationsquelle dar, die Aufschluss zur Situation am Arbeitsmarkt im Euroraum gibt. Sowohl die Zahl der dort aufgeführten offenen Stellen als auch die Zahl der dort neu gemeldeten offenen Stellen können dabei helfen, die Arbeitsnachfrage einzuschätzen. Wie bei dem aus Earnings Calls abgeleiteten Indikator der Arbeitsnachfrage stehen auch die Angaben von Indeed zeitnah und in hoher Frequenz zur Verfügung, allerdings ist der Zeithorizont, den sie abdecken, deutlich kürzer.<sup>7</sup> Die auf Indeed veröffentlichte Zahl an offenen Stellen ist seit Ende 2023 kontinuierlich rückläufig. Ende 2024 war sie rund 10 % niedriger als zu Jahresbeginn. Zugleich hat sich auch die Zahl der neu gemeldeten offenen Stellen,

<sup>7</sup> Die Datenbank zu den Earnings Calls reicht bis Anfang 2002 zurück. Die Zeitreihen zu den Stellenausschreibungen von Indeed beginnen hingegen erst Anfang 2018.

die als reagiblere Messgröße für die Arbeitsnachfrage erachtet wird, tendenziell verringert. Dies deutet ebenfalls darauf hin, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften zurückgegangen ist. Werden diese Daten im MIDAS-Regressionsansatz berücksichtigt, so entsprechen die Prognosen der Vakanzquote im Eurogebiet vor allem in der kurzen Frist weitgehend jenen, die man bei Verwendung von Earnings Calls erhält (siehe Abbildung B). Die Prognosen signalisieren bis Mitte 2025 eine relativ stabile Vakanzquote von rund 2,5 %, wobei gegen Ende des Prognosezeitraums ein leichter Anstieg erwartet wird.<sup>8</sup>

**Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Transkripte von Earnings Calls zeitnahe und nützliche Informationen über den Arbeitsmarkt im Euroraum liefern.** Die Ergebnisse der vorliegenden Analyse deuten darauf hin, dass sich die Arbeitsnachfrage im Euroraum in den kommenden Quartalen ganz allmählich abschwächen wird, da sich der Arbeitsmarkt insgesamt weiter abkühlt.

---

<sup>8</sup> Die Prognose, die auf den Daten von Indeed beruht, lässt zwar für das dritte Quartal 2025 einen leichten Anstieg der Vakanzquote erkennen, doch dieser liegt nach wie vor innerhalb der Bandbreite der auf den Earnings Calls basierenden Prognosen von Mitte 2025. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Zeitreihe von Indeed eine höhere Saisonalität aufweist oder aber dass die Stichprobe für einen kürzeren Zeitraum vorliegt. Letzteres trägt dazu bei, dass die Prognose für die Vakanzquote in Richtung ihrer jüngsten historischen Höchststände tendiert.

## 5 Entwicklung der Mieten im Euroraum: Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvavas, Desislava Rusinova und Larissa Zimmermann

**Im vorliegenden Kasten werden die aktuellen Entwicklungen am Mietmarkt im Euroraum anhand von Daten aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) untersucht.** Mietzahlungen machen einen großen Teil der Ausgaben der privaten Haushalte aus. Eine Untersuchung dieser Zahlungen gestaltete sich bislang jedoch recht schwierig, da für den Euroraum keine unmittelbar verfügbaren harmonisierten Daten zu den Mietausgaben der privaten Haushalte vorliegen. Mit der CES lässt sich diese Datenlücke zum Teil schließen, denn sie liefert zeitnahe Informationen zu den Ausgaben der privaten Haushalte.<sup>1</sup> Darüber hinaus können mit ihrer Hilfe die Unterschiede zwischen den in der Umfrage betrachteten Ländern wie auch zwischen den einzelnen Privathaushalten untersucht werden.<sup>2</sup>

**Der Anteil der Mieterhaushalte und die Höhe der nominalen Mieten unterscheiden sich je nach Land beträchtlich.** Im Euroraum insgesamt beläuft sich der Mieteranteil auf durchschnittlich rund 28 %. Die Mietausgaben machen nominal etwa ein Drittel des Monatseinkommens der privaten Haushalte aus. Zwischen den einzelnen Ländern zeigen sich beim Mieteranteil jedoch erhebliche Unterschiede. Die Bandbreite reicht aktuell von 15 % in Italien bis knapp 50 % in Deutschland und Österreich (siehe Abbildung A, Grafik a links).<sup>3</sup> Am höchsten ist der Mieteranteil bei Privathaushalten mit dem niedrigsten Einkommen (siehe Abbildung A, Grafik a rechts). Eine nähere Betrachtung der nominalen Miethöhe offenbart zudem eine erhebliche Streuung sowohl zwischen den einzelnen Ländern als auch innerhalb der jeweiligen Länder (siehe Abbildung A, Grafik b).<sup>4</sup> In Irland sind die Mietunterschiede besonders deutlich ausgeprägt, denn hier bestehen je nach Ortslage – d. h. zwischen städtischen und ländlichen Gebieten – beträchtliche Unterschiede. Ablesbar sind diese auch an der deutlichen Abweichung des Medians vom Mittelwert. In Griechenland und den Niederlanden sind die Mietunterschiede dagegen wesentlich geringer. Insgesamt weisen Irland, Österreich und Belgien die höchsten nominalen Mietpreise auf. Wird der durchschnittliche Anteil der Mietausgaben am Haushaltseinkommen betrachtet (siehe Abbildung A, Grafik c),

<sup>1</sup> Wohnungsbezogene Ausgaben – etwa jene für Mieten, Instandhaltung und Versicherungen (ohne Hypothekenzahlungen) – werden quartalsweise als Teil einer umfassenderen Abfrage des Konsums der privaten Haushalte in zwölf Ausgabenkategorien erfasst.

<sup>2</sup> Seit 2022 werden in der CES Daten aus Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, den Niederlanden, Österreich, Portugal und Finnland erhoben.

<sup>3</sup> Sowohl die ermittelte Rangfolge der Länder als auch die berechneten prozentualen Anteile entsprechen weitgehend den Ergebnissen der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen und der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum.

<sup>4</sup> Der in diesem Kasten vorgestellte Hauptindikator für das Mietwachstum berücksichtigt keine systematischen qualitäts- und altersbezogenen Unterschiede zwischen den Ländern. Diesen wird jedoch in derjenigen Datenreihe Rechnung getragen, die ausschließlich die Teilgruppe der privaten Haushalte mit unverändertem Wohnsitz erfasst und in Abbildung C, Grafik a dargestellt ist. Für diese Mietergruppe wird das Mietwachstum für denselben Personenkreis in derselben Wohneinheit im Abstand von zwölf Monaten berechnet.

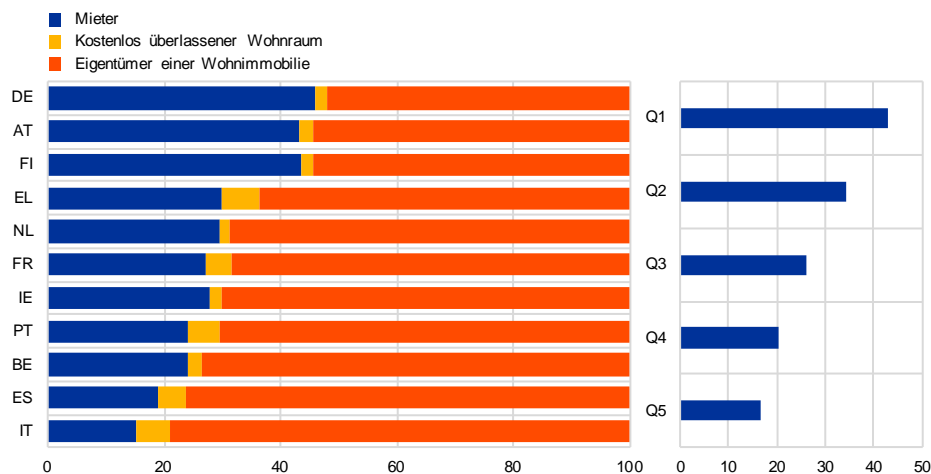
verändert sich die Rangfolge der Länder. Irland liegt hier zwar nach wie vor an der Spitze, jedoch nun gefolgt von Griechenland und Finnland. In Deutschland ist der Anteil dagegen am niedrigsten. In Ländern mit einem höheren Mieteranteil an der Gesamtbevölkerung gibt es tendenziell auch mehr Mieterhaushalte mit hohem Einkommen. Dadurch sinkt der durchschnittliche Anteil der Mietausgaben am Einkommen.

## Abbildung A

### Mieteranteil und Miethöhe nach Ländern

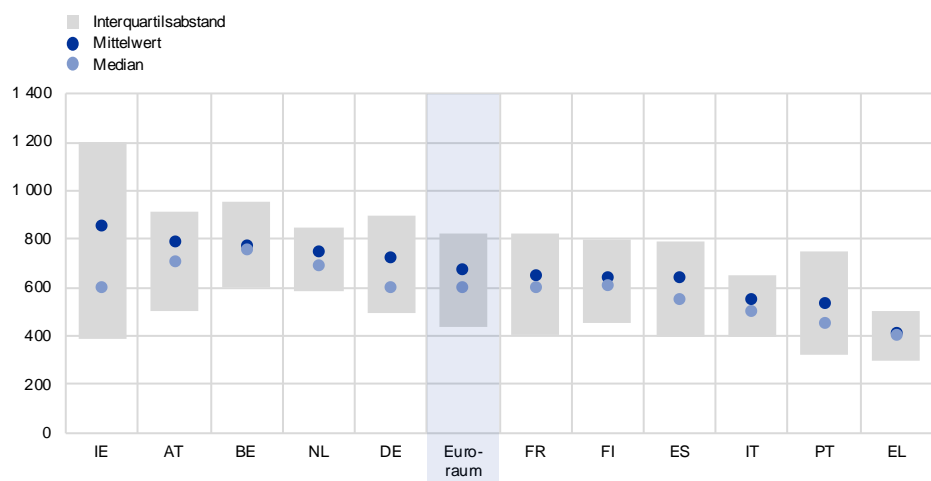
#### a) Mieteranteil nach Ländern und Einkommensquintilen

(in % der Befragten)



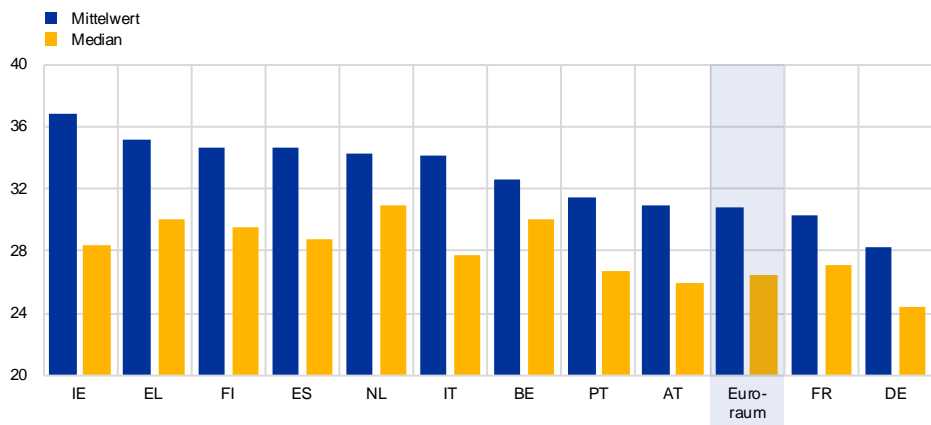
#### b) Miethöhe und -unterschiede

(in € pro Monat)



#### c) Miethöhe im Verhältnis zum monatlichen Haushaltseinkommen

(in % des Einkommens)



---

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

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf gewichteten Schätzungen. Grafik a umfasst eine Gesamtstichprobe der Befragten für das Jahr 2024 und für Januar 2025. Die prozentualen Anteile der Wohnverhältnisse sind nach Ländern und Einkommensquintil (Q) abgetragen. Einkommensquintile werden für die gesamte Befragtenstichprobe für alle Erhebungen im Jahr 2024 und im Januar 2025 berechnet. Grafik b beruht auf einer Gesamtstichprobe von Mietern für Januar 2025, Grafik c auf einer Gesamtstichprobe von Mietern von Januar 2024 bis Januar 2025. Bei der Erfassung der Mietern wurde die Wohnraumgröße nicht berücksichtigt. Die Werte werden auf Länderebene am 2. Perzentil und 98. Perzentil winsorisiert.

**Der aus der CES abgeleitete Indikator für das Wachstum der Mietausgaben deutet darauf hin, dass sich dieses nach dem Höchststand im dritten Quartal 2023 verlangsamt hat, jedoch im dritten Quartal 2024 weiterhin über einem Wert von 3 % lag.** Nach vorhergehender Datenbereinigung wird der Indikator als gewichteter Durchschnitt der Wachstumsraten der einzelnen Privathaushalte berechnet. Durch die Bereinigung soll der Einfluss von deutlichen Ausreißern oder Kompositionseffekten herausgerechnet werden.<sup>5</sup> Letztere entstehen durch Umfrageteilnehmer, die neu in das Panel aufgenommen werden oder aus diesem wieder ausscheiden. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Mietpreise im Euroraum stieg ab Anfang 2022 an und erreichte 2023 einen Höchstwert von über 5 % (siehe Abbildung B, Grafik a). Anschließend ging sie allmählich zurück und lag im Jahr 2024 zumeist bei nahe 3 %. Der aus der CES abgeleitete Mietindikator basiert auf einem stärker harmonisierten Ansatz als der HVPI. Dieser erfasst Mietpreisänderungen im Zeitverlauf für dieselben Privathaushalte, und zwar unabhängig davon, ob die Haushalte in derselben Wohnung bleiben oder umziehen. Der aus den CES-Daten abgeleitete Indikator reagiert stärker auf die Inflationsentwicklung und den Konjunkturzyklus als die im HVPI erfassten Mieten. Dies gilt insbesondere für bestimmte Länder, beispielsweise Deutschland. Möglicherweise ist dieser Unterschied abweichenden Verfahrensweisen geschuldet, da die HVPI-Verordnung den Ländern Wahlfreiheit bei der von ihnen verwendeten Methodik einräumt (siehe hierzu auch das HVPI-Methodikhandbuch).<sup>6</sup>

**Zwischen den von den einzelnen Ländern gemeldeten Mietwachstumsraten bestehen beträchtliche Unterschiede.** Der in der CES für die vergangenen zwölf Monate gemeldete durchschnittliche Mietpreisanstieg gegenüber dem Vorjahr lag in Irland und Portugal bei über 7 %, in den Niederlanden, Deutschland und Italien jedoch bei unter 3 % (siehe Abbildung B, Grafik b). Den für das dritte Quartal 2024 erfassten und damit aktuellsten Daten zufolge meldeten die privaten Haushalte in Portugal das höchste Mietwachstum, das zugleich deutlich über dem Durchschnitt der Vergangenheit lag. In Italien und Finnland lagen die erhobenen Werte dagegen

---

<sup>5</sup> Der Mittelwert der einzelnen Wachstumsraten ist stark getrimmt, um den Einfluss von Ausreißern zu eliminieren, die aus Meldefehlern resultieren. Zu diesem Zweck werden unrealistisch hohe Schwankungen gegenüber dem Vorjahr (negatives Wachstum um mehr als 50 % oder positives Wachstum um mehr als 200 % innerhalb eines Jahres) getrimmt, also aus der Stichprobe entfernt. Darüber hinaus werden Mieterhöhungen und -senkungen von mehr als 50 % winsorisiert (d. h., Werte, die die Grenzwerte überschreiten, werden durch den jeweiligen Schwellenwert ersetzt). Um die Auswirkungen von Kompositionseffekten zu begrenzen, die zu nicht mit dem tatsächlichen Mietwachstum im Zusammenhang stehenden, rein mechanischen Effekten führen könnten, geht die Miete des jeweiligen privaten Haushalts nur dann in den Wachstumsindikator ein, wenn der Haushalt sowohl zu Beginn als auch am Ende des betrachteten Zwölfmonatszeitraums zur Miete wohnt.

<sup>6</sup> In den HVPI können Mieten einfließen, die nach privaten Haushalten, Art des Wohnraums oder Vermietern berechnet werden. Diese Flexibilität könnte dazu führen, dass die nationalen Statistikämter voneinander abweichende Verfahren anwenden, die sich jeweils unterschiedlich auf die Ergebnisse auswirken könnten. Weitere Einzelheiten finden sich in Abschnitt 12.4.4 des [HVPI-Methodikhandbuchs](#) (Englisch).



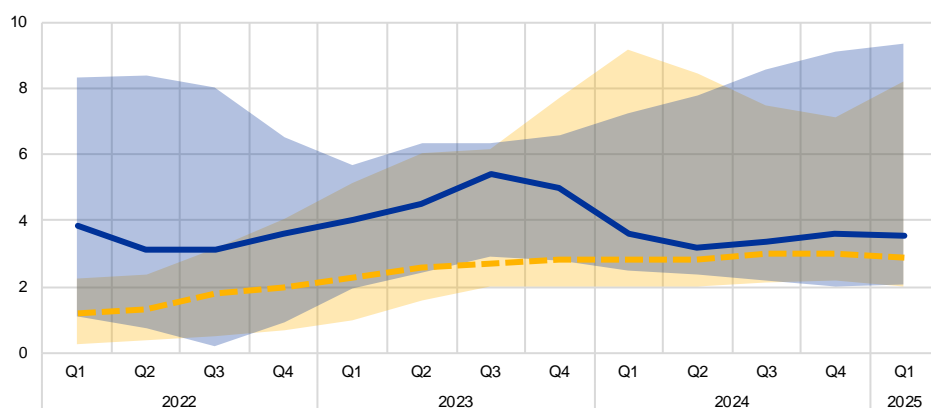
unter dem Durchschnitt der Vergangenheit. Irland und Österreich wiesen ein anhaltend hohes Mietwachstum auf.

**Abbildung B**  
Mietwachstum im Euroraum und nach Ländern

**a) Mietwachstum im Euroraum**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

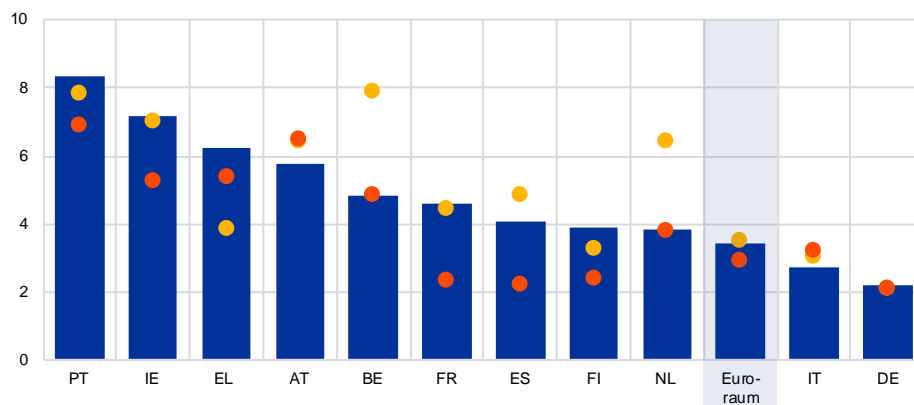
- Länderspanne laut CES
- Länderspanne laut HVPI
- Indikator für das Mietwachstum laut CES
- Im HVPI erfasste Mieten



**b) Mietwachstum nach Ländern**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Durchschnittliches Mietwachstum (in den vergangenen zwölf Monaten)
- Mietwachstum, aktuellster Stand
- Durchschnittliches Wachstum der Mieten im HVPI (in den vergangenen zwölf Monaten)



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

Anmerkung: Grafik b basiert auf einer Gesamtstichprobe von Mietern. Die Berechnungen beruhen auf gewichteten Schätzungen. Der aktuellste gleitende Zweiquartalsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsrate (gelbe Punkte) bezieht sich auf Januar 2025. Die blauen Balken zeigen das durchschnittliche Mietwachstum im Stichprobenzeitraum (Januar 2024 bis Januar 2025). Die roten Punkte stellen das durchschnittliche Wachstum der im HVPI erfassten Mieten für die vergangenen zwölf Monate dar.

**Zum jüngsten aus der CES hergeleiteten Mietwachstum pro Quadratmeter**

**haben Neuverträge überproportional stark beigetragen.** Bei privaten Haushalten, die im Vorjahr umgezogen sind, fiel der durchschnittliche Mietpreisanstieg pro Quadratmeter durchgehend höher aus als bei Haushalten ohne Umzug. Zudem hat sich der Anstieg in den vergangenen drei Jahren kontinuierlich beschleunigt (siehe Abbildung C, Grafik a links). Bei allgemeinen Mietpreissteigerungen in der Wirtschaft kommt es in der Regel zunächst zu Preissteigerungen bei Neuvermietungen, da der

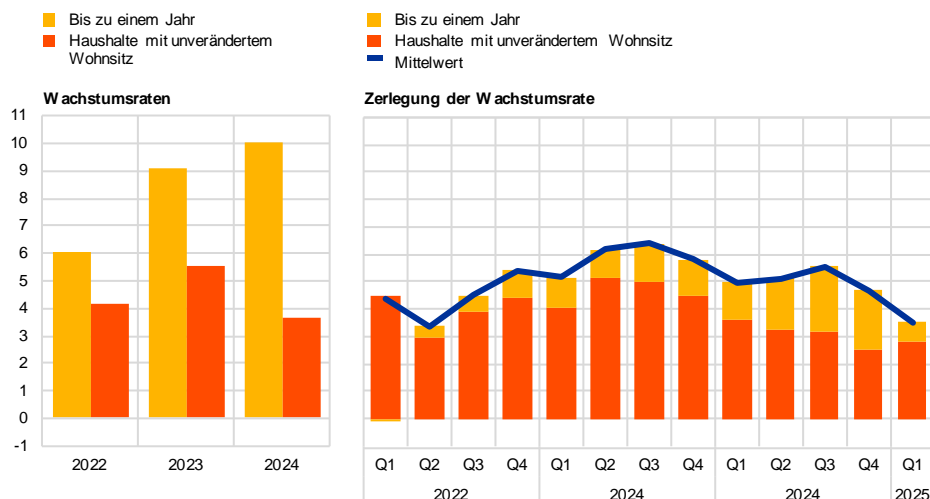
Mieterschutz bei bestehenden Verträgen die Vermieter dazu veranlasst, bei einem Mieterwechsel Mieterhöhungen vorzunehmen. Im weiteren Verlauf steigen dann auch die Bestandsmieten allmählich an. Dass die Neuvertragsmieten stärker angezogen haben, könnte teilweise auch darauf zurückzuführen sein, dass private Haushalte in Wohnungen von höherer Qualität oder in bessere Wohnlagen umgezogen sind. Tatsächlich geben die Haushalte als Hauptgrund für einen Wohnungswechsel den Wunsch nach einer Verbesserung ihrer Lebensbedingungen an. Die Zerlegung der Gesamtwachstumsrate der Mietpreise in Beiträge von kürzlich Umgezogenen (d. h. von Mietern, die vor weniger als einem Jahr umgezogen sind) und Privataushalten, die in ihren Wohnungen geblieben sind, zeigt, dass Letztere die Gesamtwachstumsrate aufgrund ihres größeren Anteils stärker beeinflussen. Dennoch tragen Mieter, die umgezogen sind (und deren Anteil an den Miethaushalten etwa 15 % ausmacht), infolge des höheren Mietwachstums in diesem Segment mit rund einem Drittel überproportional zur gesamten Wachstumsrate bei (siehe Abbildung C, Grafik a rechts).

## Abbildung C

### Aufschlüsselung des Mietwachstums

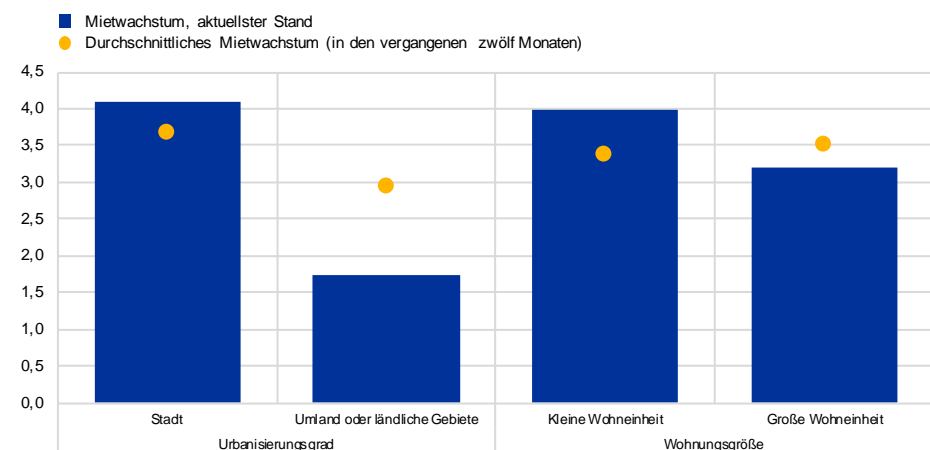
#### a) Mietwachstum pro Quadratmeter, Beiträge nach Wohndauer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in %)



#### b) Mietwachstum nach Urbanisierungsgrad und Wohnungsgröße

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf gewichteten Schätzungen. Grafik a umfasst eine Teilstichprobe der Mieter mit bekannter Wohndauer. Die blaue Kurve stellt den gleitenden Zwei quartals-Gesamtdurchschnitt der jährlichen Mietwachstumsrate pro Quadratmeter dar. „Bis zu einem Jahr“ bezieht sich auf den Anteil derjenigen Befragten, die maximal seit einem Jahr an ihrem aktuellen Wohnsitz leben. Grafik b beruht auf einer Gesamtstichprobe der Mieter. Der aktuellste gleitende Zwei quartalsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsrate bezieht sich auf Januar 2025. „Durchschnittliches Mietwachstum“ bezeichnet das durchschnittliche Wachstum gegenüber dem Vorjahr im Stichprobenzeitraum (Januar 2024 gegenüber Januar 2025).

#### Das jüngste in der CES erfasste Mietwachstum fiel in Städten und für kleinere Wohneinheiten stärker aus.

Aus Abbildung C, Grafik b wird ersichtlich, dass das Mietwachstum in Städten nach wie vor höher ist als im Umland und in ländlichen Gebieten und dass sich dieser Abstand in jüngster Zeit offenbar vergrößert hat. Darüber hinaus belegen die CES-Daten, dass die Mieten für kleinere Wohneinheiten im Vergleich zu größeren Wohnungen etwas stärker gestiegen sind. In der Vergangenheit stimmten die beiden Wachstumsraten dagegen weitgehend überein.

#### Der auf CES-Daten basierende Mietindikator ermöglicht eine zeitnahe, fundierte Beobachtung des Mietmarkts.

erhobenen CES-Daten lassen sich weitere Möglichkeiten finden, wie die Mietpreisentwicklung auch im Hinblick auf die Unterschiede zwischen den privaten Haushalten beobachtet werden kann. Zukünftig soll dieser Indikator weiter validiert werden – beispielsweise durch Kreuzvalidierung der CES-Daten mit externen Quellen. Darüber hinaus könnte eingehender untersucht werden, in welchem Maße qualitative Veränderungen zum Mietwachstum beitragen, indem Faktoren wie Baujahr, Lage und Renovierungszustand der Wohnung in die Betrachtung einfließen. So könnte man beurteilen, inwieweit die Wachstumsrate auch Veränderungen der Wohnqualität widerspiegelt.

## 6 Erkenntnisse über die relative Entwicklung des Preisauftriebs bei Waren und Dienstleistungen

Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri und Lourdes Maria Zulli Gandur

**Die Lücke zwischen den Teuerungsraten für Dienstleistungen und für Industrierzeugnisse ohne Energie variiert im Zeitverlauf, lag aber bis zum Inflationsschub nach der Pandemie für lange Zeit im positiven Bereich** (siehe Abbildung A).<sup>1</sup> Historisch gesehen sind die Preise für Dienstleistungen rascher gestiegen als jene für Industrierzeugnisse ohne Energie, was auf eine anhaltend positive Lücke zwischen beiden Inflationsraten schließen lässt. Die Lücke zwischen den jährlichen Inflationsraten verringerte sich von durchschnittlich 1,5 Prozentpunkten (1999 bis 2008) auf durchschnittlich 1,0 Prozentpunkte im Zeitraum von 2008 bis 2019. Diese Verengung war hauptsächlich auf den rückläufigen Preisauftrieb bei Dienstleistungen zurückzuführen, der die gedämpfte Nachfrage und das niedrige Lohnwachstum nach der Finanz- und der Staatsschuldenkrise widerspiegelte.<sup>2</sup> Während der Corona-Pandemie wirkten sich Einschränkungen wie die Abstandsregeln und die umfassenden Lockdown-Maßnahmen auf den relativen Konsum von Waren und Dienstleistungen und den damit verbundenen Preisdruck aus. Bis zum Jahr 2022 führte die rasche und kräftige Verteuerung der Industrierzeugnisse ohne Energie, die jene der Dienstleistungen überstieg, dazu, dass sich eine negative Lücke von über 1 Prozentpunkt herausbildete. Diese kehrte sich erst wieder ins Positive, als sich 2023 und 2024 die Teuerungsraten für Waren auf eine Weise normalisierten, die fast symmetrisch zum vorherigen Inflationsschub war. Während sich die Teuerung der Industrierzeugnisse ohne Energie abschwächte, lag der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen weiterhin auf erhöhtem Niveau und bewegt sich seither um einen Wert von 4 %. In den zurückliegenden Quartalen hat sich die positive Lücke somit auf durchschnittlich 2,5 Prozentpunkte ausgeweitet.

---

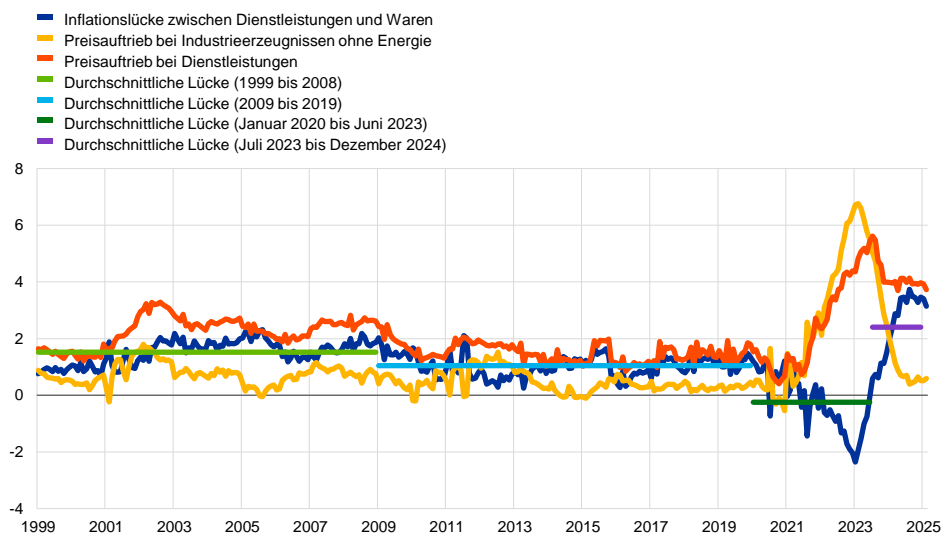
<sup>1</sup> Eine Erörterung der relativen Preisentwicklung und wie sie in der Theorie durch den baumolschen Kosteneffekt („Kostenkrankheit“) und die Hypothese von Balassa-Samuelson untermauert wird findet sich in: P. Lane, [Inflation Diagnostics](#), Der EZB-Blog, 25. November 2022.

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Welche Faktoren sind für die Veränderung der Inflationslücke zwischen Dienstleistungen und Waren verantwortlich?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2019.

## Abbildung A

### Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Waren und die zwischen beiden Größen verzeichnete Lücke

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Inflationslücke zwischen Dienstleistungen und Waren bezeichnet den Abstand zwischen den jährlichen Änderungsraten der beiden HVPI-Komponenten Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025.

### Die starken Schwankungen der Inflationslücke in den letzten Jahren sind zum Großteil darauf zurückzuführen, dass die Energiekosten und globalen Lieferketten einen größeren Einfluss auf die Teuerung von Waren haben. Zudem spielt die Dynamik der Löhne und Arbeitskosten eine wichtige Rolle.

Die Ergebnisse eines strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) legen den Schluss nahe, dass sich angebotsseitige Schocks (vor allem jene im Zusammenhang mit Energie und globalen Lieferketten) stärker und rascher, aber nicht so anhaltend auf den Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie auswirkten wie auf die Teuerung von Dienstleistungen (siehe Abbildung B).<sup>3</sup> Aus den jüngsten Daten geht hervor, dass der Effekt dieser Schocks auf die Teuerung der Industrieerzeugnisse ohne Energie im Wesentlichen abgeklungen ist. Die entsprechende Rate wird derzeit durch die schwache Auslandsnachfrage gedämpft. Im Gegensatz dazu entfalteten Angebotschocks einen länger anhaltenden Einfluss auf den Preisauftrieb bei Dienstleistungen. Überdies besteht ein fortgesetzter Aufwärtsdruck durch Schocks am Arbeitsmarkt,

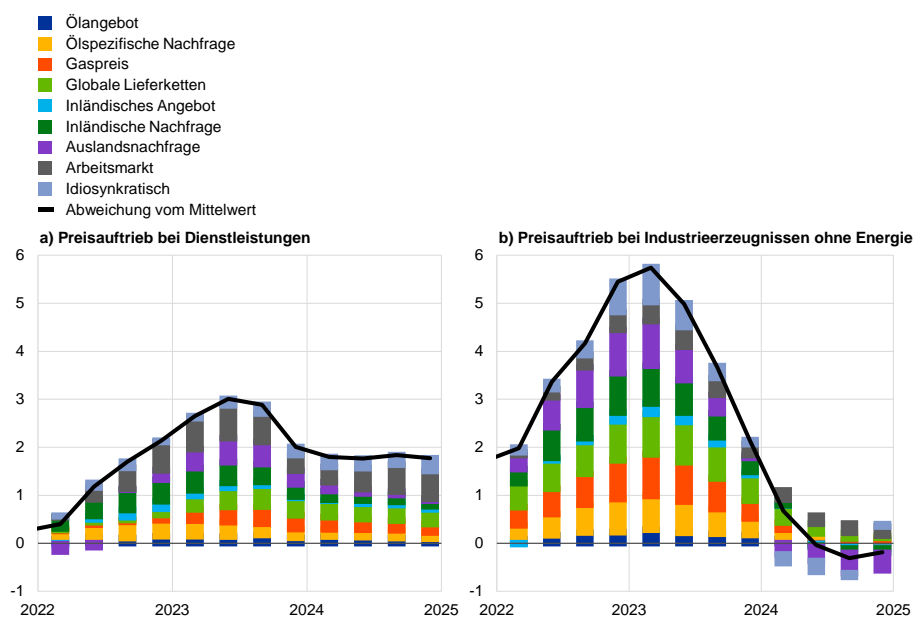
<sup>3</sup> Das strukturelle BVAR-Modell von M. Bańbura, E. Bobeica und C. Martínez Hernández wird hier auf Basis von Quartalsdaten geschätzt, siehe [What drives core inflation? The role of supply shocks](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2875, 2023. Im Modell berücksichtigt werden HVPI, HVPIX, HVPI für Dienstleistungen, reales BIP, weltweites BIP, EMI für die Produktion, EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer und Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) nach G. Benigno, J. di Giovanni, J. J. J. Groen und A. I. Noble, [The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#), Staff Reports, Nr. 1017, Federal Reserve Bank of New York, 2022. Berücksichtigt werden überdies Ölpreise, Ölproduktion, Gaspreise, Ab-Hof-Preise, Erzeugerpreise insgesamt, Erzeugerpreise im Energie- und im Vorleistungsgütersektor, EUR/USD-Wechselkurs und Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. Die historische Zerlegung des Preisauftriebs bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie erfolgt durch die Zerlegung der HVPIX-Inflation und des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen sowie der entsprechenden Gewichte im HVPI.

die mit dem weiterhin kräftigen Lohndruck im Zusammenhang stehen. Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass der Rückgang der Energiepreise, das allmähliche Abklingen der Angebotsschocks und das geringere Lohnwachstum zu einem verlangsamten Anstieg der Dienstleistungspreise beitragen werden.

## Abbildung B

### Historische Zerlegung des Preisauftriebs bei Dienstleistungen und Industrierzeugnissen ohne Energie

(Prozentpunkte und Beiträge in Prozentpunkten in Abweichung vom Mittelwert, der sich aus dem Modell und den Ausgangsbedingungen ergibt)



Quellen: Eurostat, Haver und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen den punktwise dargestellten durchschnittlichen Beitrag struktureller Schocks zu den Teuerungsraten für Dienstleistungen und für Industrierzeugnisse ohne Energie als Abweichung vom Einfluss der Ausgangsbedingungen und vom Mittelwert. Das Modell basiert auf Quartalsdaten des strukturellen BVAR-Modells nach M. Bañura, E. Bobeica, und C. Martínez Hernández, *What drives core inflation? The role of supply shocks*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2875, 2023. Der Schätzzeitraum erstreckt sich vom Schlussquartal 1996 bis zum Schlussquartal 2024.

### Die aktuell deutlich positive Inflationslücke lässt darauf schließen, dass sich das Preisniveau von Dienstleistungen im Vergleich zu Waren dem Vorpandemie-Trend annähert (siehe Abbildung C).

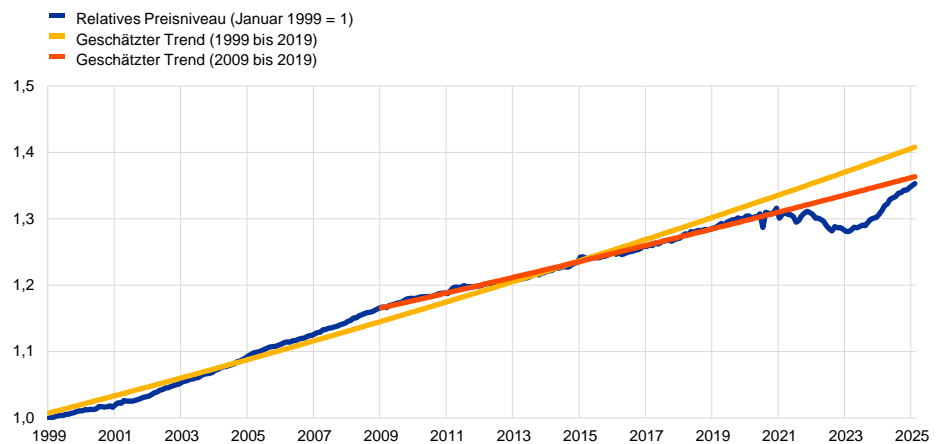
Von 2021 bis Mitte 2023 sank das relative Niveau der Dienstleistungspreise im Vergleich zu den Preisen für Waren deutlich unter den langfristigen Trend. Bis Februar 2025 weitete sich diese Abweichung auf einen Wert aus, der rund 3,9 % unter dem für die Zeit von 1999 bis 2019 geschätzten Trend lag. Ein Vergleich der relativen Preise mit dem Trend liefert eine zusätzliche Perspektive zur Beurteilung der Teuerungsraten gegenüber den längerfristigen durchschnittlichen Inflationsraten. Letztere sind möglicherweise keine verlässliche Referenzgröße in Bezug auf die künftige Entwicklung. So ergab sich aus der Phase mit „niedrigen Inflationsraten“, die unter dem Zielwert der EZB lagen, ein längerfristiger Durchschnitt der Kerninflation vor der Pandemie von lediglich 1,6 %. Im Gegensatz dazu gehen aktuell verfügbare Projektionen davon aus, dass sich die Kerninflation in den kommenden Jahren bei rund 2,0 % einpendeln wird. Eine Analyse der Annäherung des relativen Preisniveaus an den Trend bietet den Vorteil, dass dieses Vorgehen grundsätzlich nicht auf spezifischen Annahmen für die Kerninflationsrate basiert. Sofern die Schocks der letzten Jahre nicht zu einer

dauerhaften Verschiebung der Präferenzen und der Produktivität geführt haben, ist davon auszugehen, dass sich das relative Preisniveau – zumindest auf mittlere Sicht – seinem Vorpandemie-Trend annähern wird. Die jüngste Entwicklung deutet darauf hin, dass sich die bis Mitte 2023 aufgebaute Lücke auf fast symmetrische Art wieder zurückbilden wird.<sup>4</sup>

### Abbildung C

#### Vergleich der relativen Preise für Dienstleistungen und für Industrieerzeugnisse ohne Energie

(Verhältnis der Preisniveauindizes: Januar 1999 = 1)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt einen Vergleich der Preisentwicklung bei Dienstleistungen und bei Industrieerzeugnissen ohne Energie. Die Daten sind saisonbereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025. Die Trends werden geschätzt mittels Regression des Logarithmus des relativen Preisniveaus auf einen konstanten und einen linearen Trend.

**Künftige Trends der relativen Preise sind mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet, da sie von strukturellen Faktoren abhängen, die mit globalen Trends, der Digitalisierung, der demografischen Entwicklung und dem Klimawandel verbunden sind.** Beispielsweise könnte eine Deglobalisierung infolge einer geopolitischen Fragmentierung und einer Handelsfragmentierung die Preise für handelbare Güter in die Höhe treiben.<sup>5</sup> Die Digitalisierung und die Entwicklung der künstlichen Intelligenz (KI) könnten sich jeweils unterschiedlich auf die Preisentwicklung bei Dienstleistungen und bei Waren auswirken.<sup>6</sup> Das Ausmaß des Gesamteffekts ist nach wie vor unsicher und hängt davon ab, wie rasch diese Technologien in den Produktionsprozess einfließen. Durch demografische Trends wie die Alterung der Bevölkerung könnte die Nachfrage nach Dienstleistungen angekurbelt werden. Dies könnte preistreibend wirken, da die Lohnkosten im vergleichsweise arbeitsintensiven Dienstleistungssektor betroffen wären. Der

<sup>4</sup> Siehe P. Amatyakul, D. Igan und M. J. Lombardi, [Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation](#), BIS Quarterly Review, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, März 2024. Dort finden sich ökonometrische Schätzungen solcher „Fehlerkorrekturen“ für fortgeschrittene Volkswirtschaften (Euroraum, Vereinigte Staaten und Vereinigtes Königreich). Diese lassen darauf schließen, dass innerhalb von rund zwei Jahren eine Annäherung an den Trend erfolgen wird.

<sup>5</sup> Siehe auch M. G. Attinasi et al., [Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 365, 2024.

<sup>6</sup> Siehe A. G. Gazzani und F. Natoli, [The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation](#), SSRN, Dezember 2024. Die Autoren stellen darin fest, dass KI-bedingte Innovationen in den Vereinigten Staaten einen negativen Effekt auf die Warenpreise und einen positiven, aber nicht signifikanten Effekt auf die Dienstleistungspreise ausüben. Verantwortlich für den abwärtsgerichteten Effekt auf die Warenpreise ist ein Rückgang der Preise für Verbrauchs- und für Hochtechnologiegüter.



Klimawandel und die damit verbundenen Schutzmaßnahmen könnten die Waren- und Dienstleistungspreise in jeweils unterschiedlichem Maße beeinflussen, und zwar sowohl durch Risiken in Bezug auf die sektorspezifischen Folgen des Klimawandels als auch durch Risiken in Bezug auf die sektorspezifischen Schutzmaßnahmen (z. B. höhere CO<sub>2</sub>-Steuern im Zuge der Energiewende).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Eine Untersuchung der Auswirkungen physischer Risiken auf die Inflationsraten im Euroraum findet sich in: M. Ciccarelli, F. Kuik und C. Martínez Hernández, The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries, *European Economic Review*, Bd. 168, 2024.

## Die Kreditbedingungen im Euroraum aus Sicht der Banken und Unternehmen – ein Vergleich auf Basis von EZB-Umfragen

Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich und Judit Rariga

**Der vorliegende Kasten enthält eine umfassende Beurteilung der Umfragedaten zur Kreditvergabe der Banken an Unternehmen im Euroraum aus Bank- und Unternehmenssicht.** Die [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum](#) (BLS) und die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln](#) (SAFE) sind beides etablierte Erhebungen, die qualitative Informationen zum Kreditangebot und zur Kreditnachfrage sowie zu deren Wechselwirkung enthalten.<sup>1</sup> Beide Umfragen liefern frühzeitig wichtige Hinweise auf künftige Trends beim Kreditvolumen und geben Aufschluss über Faktoren, die das Kreditangebot und die Kreditnachfrage beeinflussen. Die BLS-Umfrage konzentriert sich auf die Kreditvergabebedingungen der Banken sowie darauf, wie die Banken die Wechselwirkungen zwischen den Kreditvergabebedingungen und alternativen Finanzierungsquellen einschätzen. Die SAFE-Umfrage bietet auf Basis der Antworten von Unternehmen detailliertere Einblicke in deren allgemeine Kapitalstruktur. Zusammengefasst ergänzen die Ergebnisse aus der BLS- und der SAFE-Umfrage die harten Daten zum Kreditvolumen und zu den Kreditzinsen und verbessern so die Interpretation der finanziellen und wirtschaftlichen Bedingungen im Euroraum.<sup>2</sup>

**Die Kreditrichtlinien (BLS-Umfrage) und die Verfügbarkeit von Bankkrediten (SAFE-Umfrage) ähneln sich in konzeptioneller Hinsicht sehr und weisen eine ähnliche Entwicklung auf** (siehe Abbildung A). Die Einschätzung der eigenen Kreditrichtlinien durch die Banken (d. h. ihrer Kriterien für die Gewährung eines Kredits) in der BLS-Umfrage und die Wahrnehmung der im Rahmen der SAFE-

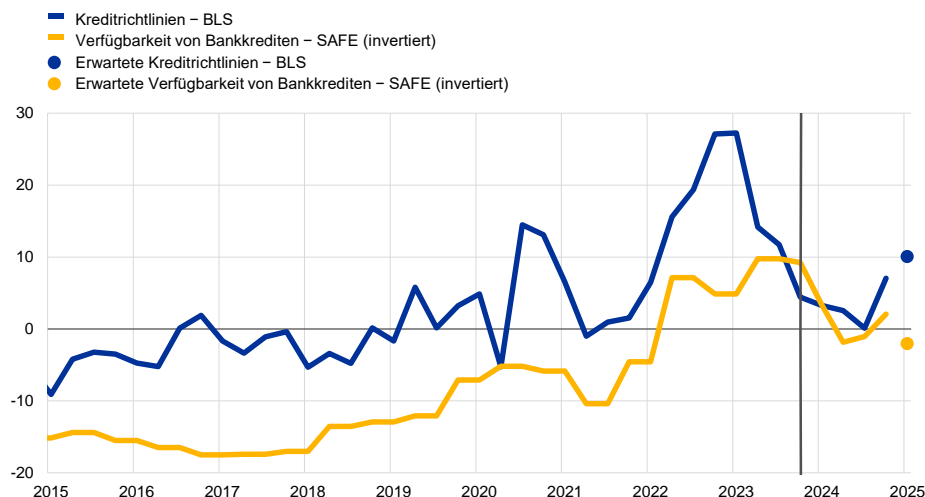
<sup>1</sup> Zur BLS-Umfrage siehe EZB, [20 Jahre EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum – ein Rückblick](#), Wirtschaftsbericht 7/2023. Zur SAFE-Umfrage siehe EZB, [Welche Erkenntnisse liefert die SAFE-Umfrage über die Geldpolitik, die Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen und die Inflationserwartungen?](#), Wirtschaftsbericht 7/2024. Die BLS-Umfrage ist repräsentativ für die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im Euroraum, während die SAFE-Umfrage die Gesamtpopulation der Unternehmen im Euroraum repräsentiert. Die BLS-Umfrage wird seit ihrer Einführung im Jahr 2003 vierteljährlich durchgeführt. Die SAFE-Umfrage wurde 2009 mit einem halbjährlichen Turnus eingeführt, der im ersten Quartal 2024 in einen vierteljährlichen Rhythmus überging. Dies ermöglicht einen effektiven Vergleich mit der BLS-Umfrage. Es handelt sich bei beiden um qualitative Umfragen. Dabei werden die Banken bzw. Unternehmen zu Veränderungen des Kreditangebots und der Kreditnachfrage befragt. Die Analyse konzentriert sich auf den Nettoanteil. Dieser wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken oder Unternehmen, die eine Straffung bzw. einen Anstieg melden und dem Anteil der Banken oder Unternehmen, die von einer Lockerung bzw. einem Rückgang berichten. Daher sind die Nettoanteile nicht gleichbedeutend mit Wachstumsraten, sondern sollten vielmehr als Hinweise auf die Richtung der Veränderungen interpretiert werden.

<sup>2</sup> Weitere Informationen zur BLS-Umfrage finden sich in: EZB, [Informationsgehalt der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für die zukünftige Kreditentwicklung](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2022; C. Altavilla, M. Darracq Paries und G. Nicoletti, Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 109, 2019. Zur SAFE-Umfrage siehe EZB, [Zusammenhang zwischen dem Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln und dem Konjunkturzyklus – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2022; EZB, [Vulnerabilität der in die SAFE-Umfrage einbezogenen Unternehmen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2024.

Umfrage befragten Unternehmen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten haben sich seit Bestehen der beiden Umfragen weitgehend im Gleichlauf bewegt. Allerdings gaben die Unternehmen im Zeitraum von 2015 bis 2022 an, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten per saldo verbessert habe. Dagegen hielt sich die Lockerung der Kreditrichtlinien nach Einschätzung der Banken unter dem Strich eher in Grenzen, und die Nettoanteile schwankten um null. Dass die Nettoanteile bei den Kreditrichtlinien (BLS-Umfrage) und der Verfügbarkeit von Bankkrediten (SAFE-Umfrage) voneinander abweichen, könnte darauf hindeuten, dass Banken und Unternehmen eine unterschiedliche Risikoeinschätzung haben und sich Banken stärker auf das Kreditrisiko fokussieren. Unterschiede könnten sich auch aus einer veränderten Zusammensetzung der Risikopositionen der Banken gegenüber Unternehmen mit spezifischen Risikoprofilen ergeben. Was die jüngere Entwicklung betrifft, so wiesen beide Umfragen während des geldpolitischen Straffungszyklus 2022-2023 auf eine erhebliche Verknappung des Kreditangebots hin. In den ersten drei Quartalen 2024 verknappte es sich hingegen eher moderat. Im vierten Quartal 2024 gaben die Banken in der BLS-Umfrage an, dass sie ihre Kreditrichtlinien für Unternehmen per saldo erneut verschärft hätten. Diese Entwicklung spiegelte sich in der SAFE-Umfrage wider: Hier berichteten die Unternehmen von einer neuerlichen Verschlechterung der Verfügbarkeit von Bankkrediten.

**Abbildung A**  
Kreditrichtlinien und Verfügbarkeit von Bankkrediten für Unternehmen

(Nettoanteil der Banken, die eine Verschärfung meldeten, und Nettoanteil der Unternehmen, die eine Verschlechterung meldeten)



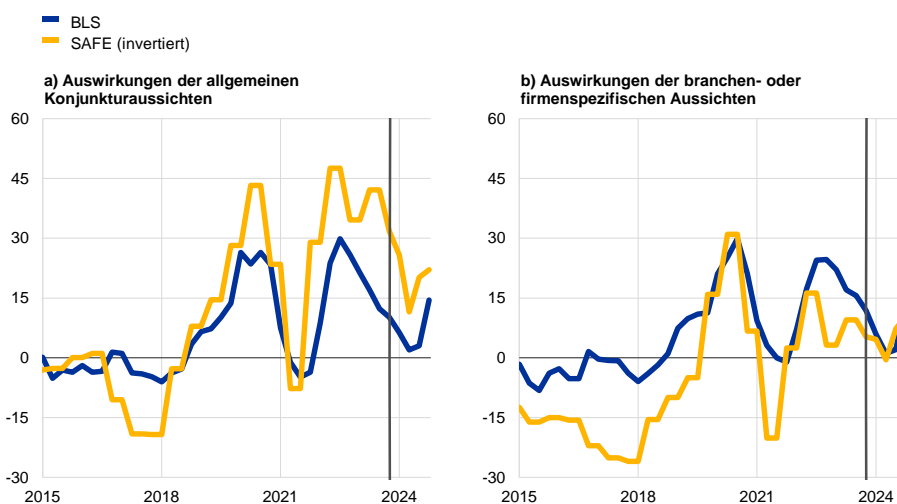
Quellen: EZB (BLS-Umfrage), EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Bei der BLS-Umfrage zeigt ein positiver Wert an, dass die Kreditrichtlinien per saldo verschärft wurden, bei der SAFE-Umfrage steht ein positiver Wert für eine per saldo geringere Verfügbarkeit von Bankkrediten. Die SAFE-Werte sind invertiert. Die Punkte beziehen sich auf die Erwartungen für die nächsten drei Monate (BLS- und SAFE-Umfrage). Die vertikale Linie markiert das vierte Quartal 2023, ab dem die Ergebnisse der beiden Umfragen auf Quartalsbasis direkt miteinander vergleichbar sind.

**In beiden Umfragen sind die allgemeinen Konjunkturaussichten und die firmenspezifischen Aussichten die wesentlichen Bestimmungsfaktoren für die Kreditrichtlinien und die Verfügbarkeit von Bankkrediten** (siehe Abbildung B). Die Banken und Unternehmen beurteilen den Einfluss der allgemeinen Konjunkturaussichten auf das Kreditangebot sehr ähnlich, und ihre Einschätzung korreliert eng mit den Konjunkturschwankungen im Euroraum (siehe Abbildung B,

Grafik a). Die Einschätzung der Banken und Unternehmen zu den Auswirkungen der branchen- oder firmenspezifischen Aussichten auf das Kreditangebot folgt einer ähnlichen Dynamik. Allerdings schätzen die Unternehmen den Einfluss ihrer eigenen Situation auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten tendenziell positiver ein als die Banken (siehe Abbildung B, Grafik b). Grund hierfür könnte sein, dass sich die Unternehmen möglicherweise intensiver auf ihre langfristige Kreditwürdigkeit konzentrieren, während sich die Banken stärker auf die zukunftsgerichtete Bewertung der Kreditrisiken für die Branche und die Bilanzen der Unternehmen fokussieren dürften. Im vierten Quartal 2024 gaben sowohl die Banken als auch die Unternehmen die allgemeinen Konjunkturaussichten und die firmenspezifischen Aussichten als wichtige Faktoren an, die die Verfügbarkeit von Bankkrediten einschränken.

**Abbildung B**  
Einfluss ausgewählter Faktoren auf die Kreditrichtlinien und die Verfügbarkeit von Bankkrediten

(Nettoanteil der Banken, die einen verschärfenden Einfluss meldeten, und Nettoanteil der Unternehmen, die einen negativen Einfluss meldeten)



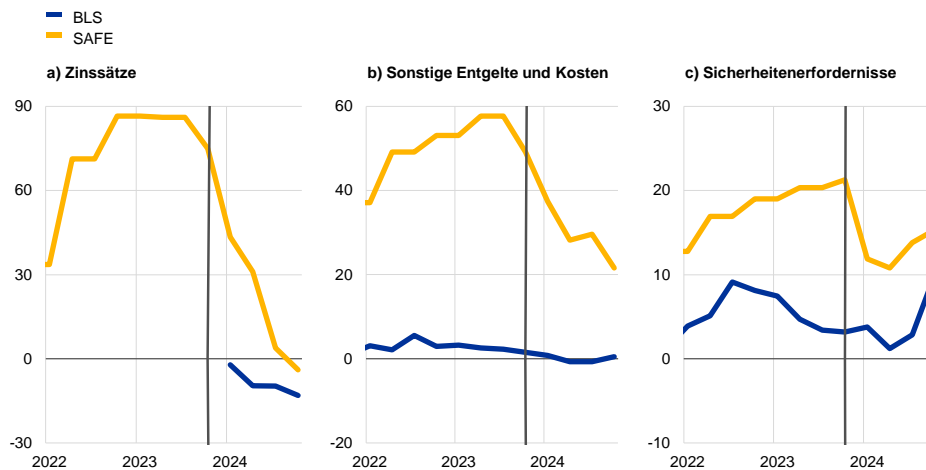
Quellen: EZB (BLS-Umfrage), EZB und Europäische Kommission (SAFE-Umfrage) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A. In Grafik b) bezieht sich der BLS-Indikator auf die branchen- oder firmenspezifischen Aussichten, während der SAFE-Indikator auf den Umsatz und die Rentabilität oder die Geschäftspläne der Unternehmen abstellt.

**Die preislichen und nichtpreislichen Konditionen von Kreditverträgen tragen zu einem besseren Verständnis der Kreditdynamik bei, da sie das Zusammenwirken von Kreditangebot und Kreditnachfrage widerspiegeln** (siehe Abbildung C). Die Kreditbedingungen können sich durch Zinsänderungen, Veränderungen der nicht die Verzinsung betreffenden Finanzierungskosten (z. B. Entgelte, Gebühren und Provisionen) oder durch andere nichtpreisliche Konditionen ändern – etwa durch Sicherheitenerfordernisse. Im vierten Quartal 2024 berichteten sowohl Banken als auch Unternehmen, dass der Zinsrückgang mit einer Verschärfung der Sicherheitenerfordernisse einhergegangen sei. Darüber hinaus gaben die Unternehmen an, dass sich die nicht die Verzinsung betreffenden Finanzierungskosten unter dem Strich weiterhin straffend auswirkten. Die Banken hingegen meldeten, dass ihre Kreditnebenkosten weitgehend unverändert geblieben seien.

## Abbildung C

### Kreditbedingungen für Unternehmen

(Nettoanteil der Banken bzw. Unternehmen, die einen Anstieg oder eine Verschärfung meldeten)



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

Anmerkung: Bei beiden Umfragen zeigt ein positiver Wert an, dass die Zinssätze oder die sonstigen Entgelte und Kosten per saldo gestiegen sind bzw. die Sicherheitenerfordernisse per saldo verschärft wurden. In der BLS-Umfrage beziehen sich die Zinssätze auf die Kreditzinsen. Diese werden seit dem ersten Quartal 2024 in der Umfrage berücksichtigt. Die sonstigen Entgelte und Kosten entsprechen in der BLS-Umfrage den Kreditnebenkosten und in der SAFE-Umfrage den sonstigen Finanzierungskosten. Zur Bedeutung der vertikalen Linie siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

**Die in der BLS-Umfrage ausgewiesene Nachfrage nach Unternehmenskrediten gibt Einblick in Veränderungen der Nachfrage aus Sicht der Banken. Diese sind stark konjunkturabhängig. Dagegen wird in der SAFE-Umfrage erfasst, wie sich der Bedarf an Krediten, die die Unternehmen für ihre Geschäftstätigkeit benötigen, insgesamt verändert. Dies ist weniger konjunkturabhängig** (siehe Abbildung D). In der BLS-Umfrage bezieht sich die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten auf deren Kreditbedarf, wie er von den Banken wahrgenommen wird – ob dieser Bedarf dann letztlich zu einem Kredit führt, ist dabei unerheblich.<sup>3</sup> In der SAFE-Umfrage wird der Bedarf an Bankkrediten anhand der eigenen Wahrnehmung und Einschätzung der Unternehmen erhoben, die Auskunft über ihren Außenfinanzierungsbedarf geben. Dies führt jedoch nicht zwangsläufig dazu, dass die Unternehmen einen Kreditantrag bei einer Bank stellen. Folglich erfasst der SAFE-Indikator sowohl den von den Banken wahrgenommenen Finanzierungsbedarf als auch jenen, der andernfalls womöglich unbemerkt bliebe, wie etwa den von Unternehmen, die keinen Kontakt zu Banken aufnahmen, oder von entmutigten Kreditnehmern. Ein weiterer SAFE-Indikator gibt Aufschluss über den Anteil der Unternehmen, die einen Bankkredit beantragt haben. Der BLS-Nachfrageindikator ist in der Vergangenheit konjunkturabhängiger gewesen als die Nachfragemessgrößen aus der SAFE-Umfrage. Das könnte damit zusammenhängen, dass Banken und Unternehmen die Nachfrage unterschiedlich beurteilen. Es könnte sein, dass die Banken sich bei der Beurteilung der Kreditnachfrage von Unternehmen stärker an der Wirtschaftslage und den

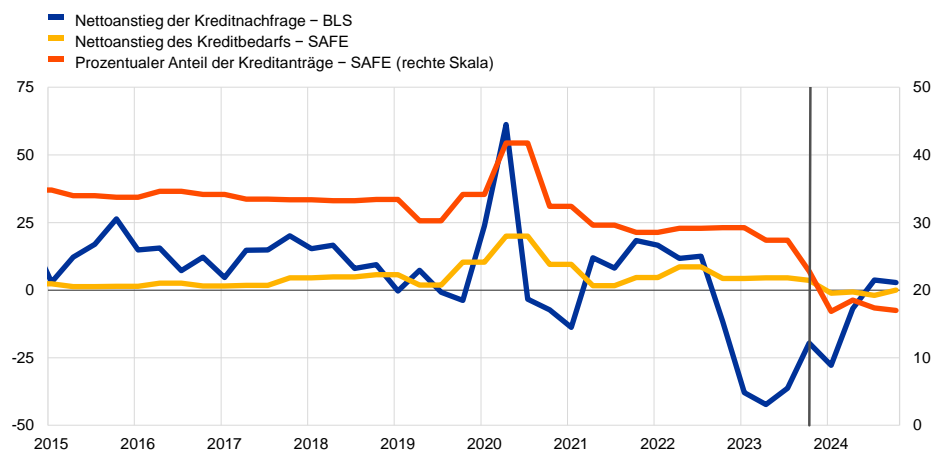
<sup>3</sup> Die in der BLS-Umfrage befragten Banken können durch den regelmäßigen Kontakt mit ihren bestehenden Firmenkunden mit der Zeit einschätzen, wie sich der Finanzierungsbedarf der Unternehmen verändert, auch wenn die Unternehmen nicht an sie herantreten. Dies spiegelt sich auch in den Antworten der Banken wider, etwa in jenen zum Einfluss alternativer Finanzierungsquellen auf die Kreditnachfrage der Unternehmen. Darüber hinaus erhalten die Banken gegebenenfalls noch weitere Signale von potenziellen Neukunden, wenn sich diese an die Banken wenden.

Konjunkturaussichten allgemein orientieren, wohingegen die Unternehmen eher ihre Geschäftstätigkeit und wirtschaftlichen Möglichkeiten im Blick haben. Dennoch deuten die Indikatoren beider Umfragen darauf hin, dass die Kreditnachfrage trotz niedrigerer Zinsen von Ende 2022 bis zum vierten Quartal 2024 anhaltend schwach war.

### Abbildung D

#### Kreditnachfrage laut BLS-Umfrage sowie Kreditbedarf und Kreditanträge laut SAFE-Umfrage

(linke Skala: Nettoanteil in %; rechte Skala: in %)



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

Anmerkung: Linke Skala: Für die BLS-Umfrage zeigt ein positiver Wert an, dass die Kreditnachfrage bei der Bank per saldo gestiegen ist. Für die SAFE-Umfrage zeigt ein positiver Wert an, dass der Kreditbedarf der Unternehmen per saldo gestiegen ist. Rechte Skala: Die Prozentsätze zeigen den Anteil der Unternehmen, die einen Bankkredit beantragten, im Verhältnis zu allen Unternehmen, für die Bankkredite eine relevante Finanzierungsquelle darstellen. Zur Bedeutung der vertikalen Linie siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

#### Insgesamt bereichern die Ergebnisse aus beiden Umfragen die Analyse der Kreditvergabedynamik, indem sie zusätzliche Erkenntnisse aus der Perspektive der Banken und Unternehmen liefern.

Folglich verbessern die Umfragen auch die Interpretation der finanziellen und wirtschaftlichen Bedingungen im Euroraum. Was die jüngste Entwicklung betrifft, so geht aus beiden Umfragen einhellig hervor, dass es im vierten Quartal 2024 erneut zu einer Verknappung des Kreditangebots an Unternehmen im Euroraum kam. Grund hierfür schienen höhere Kreditrisiken zu sein. Zudem meldeten Banken und Unternehmen eine immer noch verhaltene Entwicklung der Kreditnachfrage.

## Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 23. Oktober 2024 bis zum 4. Februar 2025

Samuel Bieber und Vladimir Tsonchev

**Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2024.** Die beiden

Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 23. Oktober 2024 bis zum 4. Februar 2025 („Berichtszeitraum“).

**Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm im Berichtszeitraum weiter ab.** Die Liquiditätsbereitstellung war rückläufig. Grund hierfür waren die niedrigeren Wertpapierbestände des Eurosystems aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP). Die APP-Reinvestitionen waren Anfang Juli 2023 eingestellt worden, und die Tilgungsbeträge im Rahmen des PEPP wurden ab Anfang Juli 2024 nur noch teilweise und nach Ende Dezember 2024 überhaupt nicht mehr reinvestiert. In der rückläufigen Liquiditätsbereitstellung spiegelte sich auch die Fälligkeit des letzten Geschäfts im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) am 18. Dezember 2024 wider. Kompensiert wurde diese zum Teil durch die anhaltende Verringerung der Liquiditätsabsorption über autonome Faktoren (netto).

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – sank im Berichtszeitraum um 39 Mrd. € auf 1 423 Mrd. €.** Dies ergab sich daraus, dass die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren weniger stark zunahmen als die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren (siehe Tabelle A). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich um 1 Mrd. € auf 164 Mrd. €. Der aggregierte Liquiditätsbedarf der Banken änderte sich dadurch nur geringfügig.

**Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 54 Mrd. €. Grund war in erster Linie eine Zunahme der sonstigen autonomen Faktoren (netto).** Diese erhöhten sich um durchschnittlich 54 Mrd. €. Ausschlaggebend hierfür war vor allem ein Anstieg der Ausgleichsposten aus Neubewertungen infolge der höheren Goldpreise, der durch die entsprechende Zunahme der Nettoforderungen in Fremdwährung mehr als ausgeglichen wurde (siehe die nachfolgenden Ausführungen zu den liquiditätszuführenden autonomen Faktoren). Die Einlagen öffentlicher Haushalte sanken um 7 Mrd. € auf 111 Mrd. €. Der hier seit 2022 verzeichnete allgemeine Rückgang spiegelt den Umstand wider, dass sich die von den Staaten gehaltenen Liquiditätspuffer normalisiert haben und es aufgrund der veränderten Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem attraktiver geworden ist, liquide Mittel am Markt anzulegen. Der

durchschnittliche Banknotenumlauf wuchs im Berichtszeitraum um 7 Mrd. € auf 1 569 Mrd. €. Die Nachfrage nach Banknoten ist seit dem im Juli 2022 erreichten Rekordwert weiterhin im Großen und Ganzen stabil.

**Die Liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 93 Mrd. €. Ursächlich hierfür war hauptsächlich eine Zunahme der Nettoforderungen in Fremdwährung um 71 Mrd. €.** Dies war vor allem den höheren Goldpreisen und Fremdwährungsforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums zuzuschreiben. Die Nettoforderungen in Euro nahmen im Berichtszeitraum um 22 Mrd. € zu.

**Tabelle A**  
Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

**Passiva**

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 23. Oktober 2024 bis 4. Februar 2025						Vorheriger Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 23. Oktober bis 17. Dezember 2024		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember 2024 bis 4. Februar 2025		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren</b>	2 739	(+54)	2 725	(+23)	2 756	(+31)	2 686	(+45)
Banknotenumlauf	1 569	(+7)	1 563	(+3)	1 577	(+13)	1 563	(+8)
Einlagen öffentlicher Haushalte	111	(-7)	114	(-3)	107	(-7)	118	(+1)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1)</sup>	1 059	(+54)	1 047	(+23)	1 072	(+25)	1 005	(+37)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben</b>	6	(-1)	5	(-1)	7	(+2)	7	(+1)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>2)</sup></b>	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
<b>Einlagefazilität</b>	2 917	(-115)	2 928	(-61)	2 904	(-24)	3 032	(-139)
<b>Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen</b>	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Quelle: EZB.

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

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

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



## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 23. Oktober 2024 bis 4. Februar 2025						Vorheriger Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 23. Oktober bis 17. Dezember 2024		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember 2024 bis 4. Februar 2025		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätszuführende autonome Faktoren</b>	1 480	(+93)	1 437	(+30)	1 528	(+91)	1 386	(+68)
Nettoforderungen in Fremdwährung	1 170	(+71)	1 146	(+22)	1 198	(+53)	1 099	(+54)
Nettoforderungen in Euro	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	4 346	(-154)	4 384	(-69)	4 303	(-81)	4 501	(-160)
Offenmarktgeschäfte	4 346	(-154)	4 384	(-69)	4 303	(-81)	4 501	(-160)
Kreditgeschäfte	40	(-37)	50	(-7)	28	(-22)	76	(-58)
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
- Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
- Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	16	(-46)	29	(-9)	0	(-29)	62	(-61)
Outright-Geschäfte <sup>1)</sup>	4 306	(-118)	4 334	(-62)	4 275	(-59)	4 424	(-102)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Quelle: EZB.

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

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

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 23. Oktober 2024 bis 4. Februar 2025						Vorheriger Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 23. Oktober bis 17. Dezember 2024		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember 2024 bis 4. Februar 2025		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Aggregierter Liquiditätsbedarf<sup>1)</sup></b>	1 423	(-39)	1 451	(-7)	1 392	(-59)	1 462	(-22)
<b>Autonome Faktoren (netto)<sup>2)</sup></b>	1 260	(-40)	1 288	(-7)	1 228	(-60)	1 300	(-23)
<b>Überschussliquidität<sup>3)</sup></b>	2 923	(-116)	2 933	(-62)	2 911	(-22)	3 039	(-138)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 23. Oktober 2024 bis 4. Februar 2025				Vorheriger Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024			
	Siebte Erfüllungsperiode: 23. Oktober bis 17. Dezember 2024		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember 2024 bis 4. Februar 2025		Fünfte Erfüllungsperiode: 24. Juli bis 17. September 2024		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 22. Oktober 2024	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)
Einlagefazilität	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)
€STR (Euro Short-Term Rate)	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)	3,66	(+0,00)	3,41	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)	3,73	(+0,01)	3,49	(-0,24)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg.

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

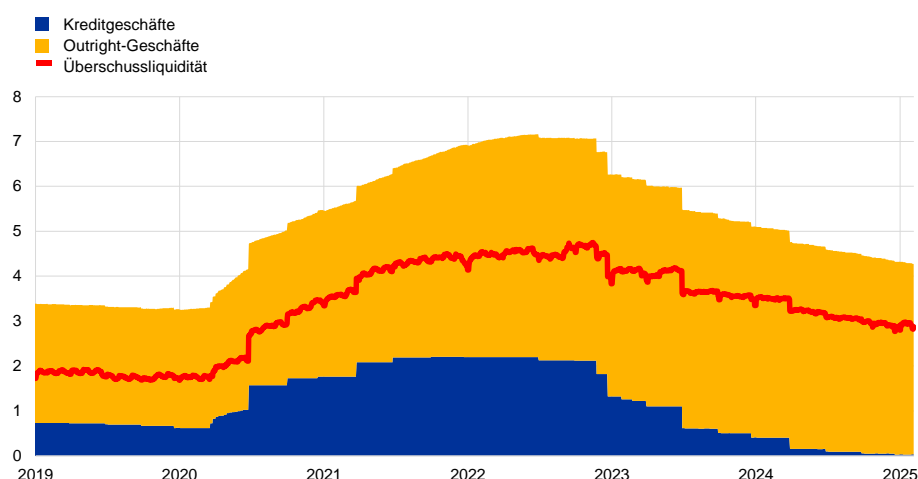
## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 154 Mrd. € auf 4 346 Mrd. €** (siehe Abbildung A). Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf einen Rückgang der Outright-Geschäfte des Eurosystems, aber in geringerem Maße auch auf eine Abnahme der Kreditgeschäfte.

### Abbildung A

Entwicklung der täglich über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität

(in Bio. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 4. Februar 2025.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die Wertpapierbestände in den Outright-Portfolios verringerte sich im Berichtszeitraum um 118 Mrd. € auf**

**4 306 Mrd. €.** Dieser Rückgang war auf fällig werdende APP-Bestände und auf die schrittweise erfolgende Einstellung der Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP zurückzuführen; dabei wurden fällig werdende Tilgungsbeträge ab dem 1. Juli 2024 nur noch teilweise und nach dem 31. Dezember 2024 überhaupt nicht mehr reinvestiert.<sup>1</sup>

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 37 Mrd. € auf 40 Mrd. €.** Dies ergab sich vor allem daraus, dass die ausstehenden GLRG-III-Beträge abnahmen (um 29 Mrd. €), da das letzte GLRG-III-Geschäft am 18. Dezember 2024 fällig wurde. Die durchschnittlichen im Rahmen der dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) und der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) ausstehenden Beträge nahmen um jeweils 5 Mrd. € zu. Ungeachtet der umfangreichen Rückzahlungen von GLRG-Mitteln nahmen die Banken nur in recht begrenztem Maße an diesen Standardgeschäften teil. Ausschlaggebend hierfür waren ihre insgesamt komfortable Liquiditätsposition und die Tatsache, dass ihnen alternative Finanzierungsquellen mit attraktiven Marktzinsen und Laufzeiten zur Verfügung standen.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 116 Mrd. € auf 2 923 Mrd. € zurück** (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giro Guthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtl liquidität und der Liquidität wider, die die Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht benötigten. Seit ihrem Höchststand von 4 748 Mrd. € im November 2022 hat die Überschussliquidität kontinuierlich abgenommen. Im Berichtszeitraum lag sie bei knapp 3 000 Mrd. €.

## Zinsentwicklung

**Der EZB-Rat senkte im Berichtszeitraum zweimal alle drei Leitzinssätze um je 25 Basispunkte – darunter auch den Zinssatz für die Einlagefazilität, mit dem er den geldpolitischen Kurs steuert.** Damit lagen die Zinssätze für die Einlagefazilität, die HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität unmittelbar nach Ende des Berichtszeitraums bei 2,75 %, 2,90 % bzw. 3,15 %.

**Der durchschnittliche €STR spiegelte im Berichtszeitraum die Leitzinssenkungen durch die EZB wider; der negative Spread gegenüber dem Einlagesatz blieb bestehen.** Im Schnitt lag der €STR im Berichtszeitraum

<sup>1</sup> Die in den Outright-Portfolios gehaltenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und jeweils zum Quartalsende berichtet. Dies wirkt sich marginal auf die Veränderungen der Outright-Portfolios aus.

8,4 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität, verglichen mit durchschnittlich 8,7 Basispunkten in der fünften und der sechsten Erfüllungsperiode 2024. Die Leitzinssenkungen wurden vollständig und unmittelbar an die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt weitergegeben.

**Der durchschnittliche Reposatz im Euroraum (gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro) notierte weiterhin näher am Zinssatz für die Einlagefazilität als am €STR.** Im Schnitt lag der Reposatz im Berichtszeitraum 2,6 Basispunkte unter dem Einlagesatz, verglichen mit 1,6 Basispunkten in der fünften und der sechsten Erfüllungsperiode 2024. Der relativ enge Spread zwischen den Reposätzen und dem Zinssatz für die Einlagefazilität spiegelt die bessere Verfügbarkeit von Sicherheiten wider. Ausschlaggebend hierfür sind höhere Nettoemissionen, die frei werdenden Sicherheiten aus fälligen/zurückgezahlten GLRGs sowie die rückläufigen APP- und PEPP-Bestände des Eurosystems. Aufwärtsdruck ging zudem von der gestiegenen Nachfrage fremdfinanzierter Investoren aus, die einen stärkeren Finanzierungsbedarf für Long-Positionen in Anleihen hatten. Die Leitzinssenkungen wirkten ebenfalls reibungslos und unmittelbar auf die Reposätze durch.

# Aufsatz

## 1 Entwicklungen im jüngsten Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euroraum

Christian Höynck, Moreno Roma und Kathinka Schlieker

### 1 Einleitung

**Die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise ist für die wirtschaftlichen und monetären Analysen von Zentralbanken von großer Bedeutung.** Sie gibt insbesondere Aufschluss über die Stärke der geldpolitischen Transmission und die Solidität der Bilanzpositionen der privaten Haushalte. Im Zusammenspiel mit den Finanzierungsbedingungen beeinflussen die Preise für Wohneigentum die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien, was unter anderem Folgen für die Baukonjunktur und den Mietmarkt haben kann. Im vorliegenden Aufsatz werden die im jüngsten Immobilienpreiszyklus im Euroraum beobachteten Entwicklungen untersucht, um die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen besser zu verstehen.

**Die Preiszyklen für Wohnimmobilien folgen in der Regel einem Boom-Bust-Muster, wobei ihnen allerdings jeweils deutlich unterschiedliche Auslöser und Triebkräfte zugrunde liegen können.** Werden Preiszyklen für Wohnimmobilien in Relation zu Konjunkturzyklen untersucht, ergibt sich daraus lediglich eine Teilbetrachtung. Auch wenn zwischen den Zyklen der Wohnimmobilienpreise und jenen des realen BIP ein gewisses Maß an Kohärenz besteht (siehe Abbildung 1), sind die Zyklen der Wohnimmobilienpreise in der Regel länger und weisen größere Ausschläge auf. Die Zyklen der Wohnimmobilienpreise und jene des realen BIP werden maßgeblich durch Fundamentaldaten wie Einkommen und Nachfrage bestimmt. Daneben deutet eine mit Boom-Bust-Mustern verbundene höhere Volatilität darauf hin, dass Erwartungen (einschließlich Spekulationen) in Immobilienpreiszyklen eine größere Rolle spielen.<sup>1</sup> Hinzu kommt, dass das Ausmaß der länderübergreifenden Synchronizität bei den Immobilienpreiszyklen niedriger ist als bei den Zyklen des realen BIP. Dies legt den Schluss nahe, dass auf einen Immobilienpreiszyklus im Euroraum zahlreiche länderspezifische Faktoren einwirken können.<sup>2</sup> Demzufolge nimmt der Aufsatz vor allem die stilisierten Fakten und

<sup>1</sup> Die EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES) zeigt, dass sich vor Erreichen des jüngsten Höchststands der Wohnimmobilienpreise die entsprechenden Erwartungen erhöht haben. Die Rolle von Erwartungen und potenziellen Übertreibungen steht im Einklang mit der Theorie, wonach Wohneigentum als Vermögenswert gehalten wird, dessen Wert im Laufe der Zeit steigen dürfte. Die Asset-Pricing-Theorie ist ein Konzept, das häufig zur Bewertung der Wohnimmobilienpreisentwicklung herangezogen wird. Siehe hierzu unter anderem EZB, [Auswirkungen der steigenden Hypothekenzinsen auf den Wohnimmobilienmarkt in Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2022.

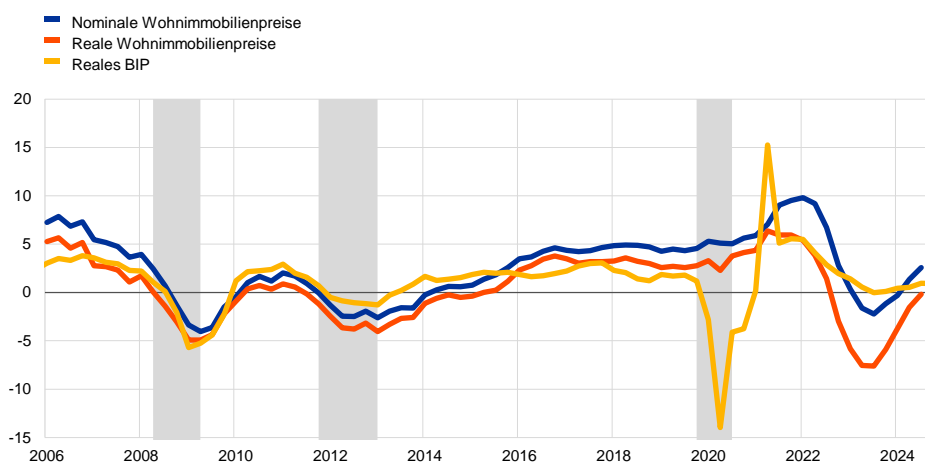
<sup>2</sup> Siehe [Real and financial cycles in EU countries: Stylised facts and modelling implications](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 205, 2018.

allgemeinen Bestimmungsfaktoren von Immobilienpreiszyklen in den Blick, die im gesamten Euroraum erkennbar sind.

### Abbildung 1

#### Reales BIP sowie nominale und reale Wohnimmobilienpreise im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grau schattierten Bereiche kennzeichnen Rezessionsphasen in der Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research. Bei den realen Wohnimmobilienpreisen handelt es sich um die mit dem BIP-Deflator deflationierten nominalen Wohnimmobilienpreise. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (nominale und reale Wohnimmobilienpreise) bzw. das vierte Quartal 2024 (reales BIP).

## 2 Die jüngste Preisdynamik bei Wohnimmobilien im Vergleich zu früheren Preiszyklen

### Der jüngste Rückgang der Preise für Wohnimmobilien im Euroraum war vergleichsweise gering und kurzlebig.

Daten für das dritte Quartal 2024 lassen darauf schließen, dass die Talsohle beim jüngsten Preiszyklus sicher überwunden wurde: Die Wohnimmobilienpreise haben bereits wieder das Niveau ihres Höchststands vom dritten Quartal 2022 erreicht. Im Vergleich zur Erholung nach der Weltfinanzkrise und jener nach der Staatsschuldenkrise verlief die jüngste Erholung wesentlich schneller (siehe Abbildung 2, Grafik a). Rückblickend belief sich der Rückgang vom Höchst- bis zum Tiefpunkt im Zyklus kumuliert auf 3 % und erstreckte sich über anderthalb Jahre. Damit fiel er geringer und kürzer aus als der kumulierte Rückgang während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise, der sich auf nahezu 5 % belief und über zwei Jahre erstreckte.<sup>3</sup> Der vergleichsweise begrenzte Abschwung der Immobilienpreise unterscheidet sich deutlich von früheren Zyklen. Grund hierfür ist, dass vor dem Höchststand 2022 die

<sup>3</sup> In realer Betrachtung – nach Bereinigung der Wohnimmobilienpreise um die Entwicklung des BIP-Deflators oder der HVPI-Inflation – betrug der kumulierte Rückgang im jüngsten Wohnimmobilienpreiszyklus jeweils rund 10 %, verglichen mit 6 % bzw. 7 % in der globalen Finanzkrise und 8 % bzw. 9 % in der Staatsschuldenkrise. Die realen Preise für Wohnimmobilien können als ein um Kaufkraftveränderungen bereinigter Indikator betrachtet werden. Folglich lassen sich mit ihrer Hilfe Veränderungen der Finanzierbarkeit näherungsweise bestimmen, was für die Analyse längerfristiger Preistrends bei Wohnimmobilien von Nutzen ist. Dessen ungeachtet ging der starke Anstieg im allgemeinen Inflationszyklus zunächst mit Kaufkraftverlusten einher, da es eine gewisse Zeit dauerte, bis diese Verluste durch ein höheres nominales Lohnwachstum aufgefangen wurden.

geschätzten Bewertungen von Wohnimmobilienpreisen gemessen an den Fundamentaldaten über den Höchstständen lagen, die während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise verzeichnet worden waren (siehe Abbildung 2, Grafik b).<sup>4</sup>

---

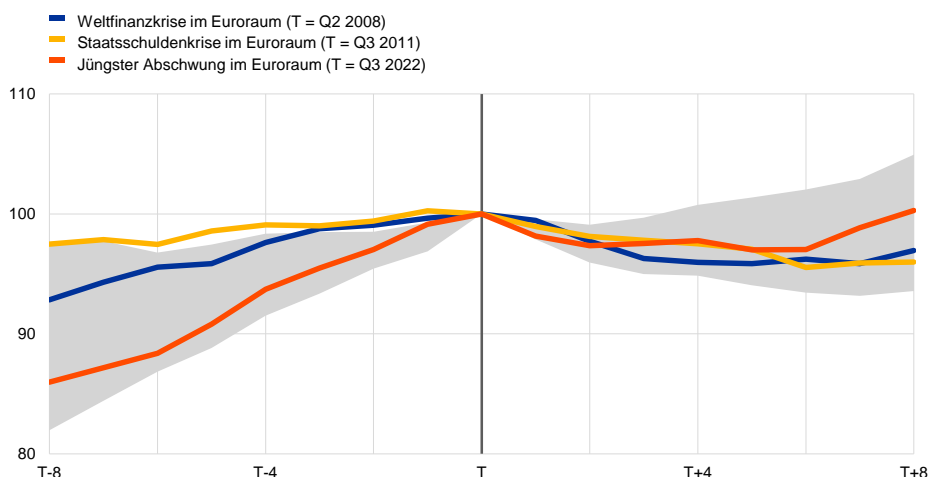
<sup>4</sup> Schätzungen einer Über- bzw. Unterbewertung von Wohnimmobilienpreisen sind mit Unsicherheit behaftet. Verschiedene Messgrößen können sehr unterschiedliche Ergebnisse im Hinblick auf Umfang und Entwicklung zeitigen. So deutet die Messung der Überbewertung auf Basis der realen Immobilienpreise darauf hin, dass die Korrektur inzwischen erfolgt ist.

## Abbildung 2

Vergleich der Entwicklung der nominalen Wohnimmobilienpreise und der Bewertung um den Höchststand

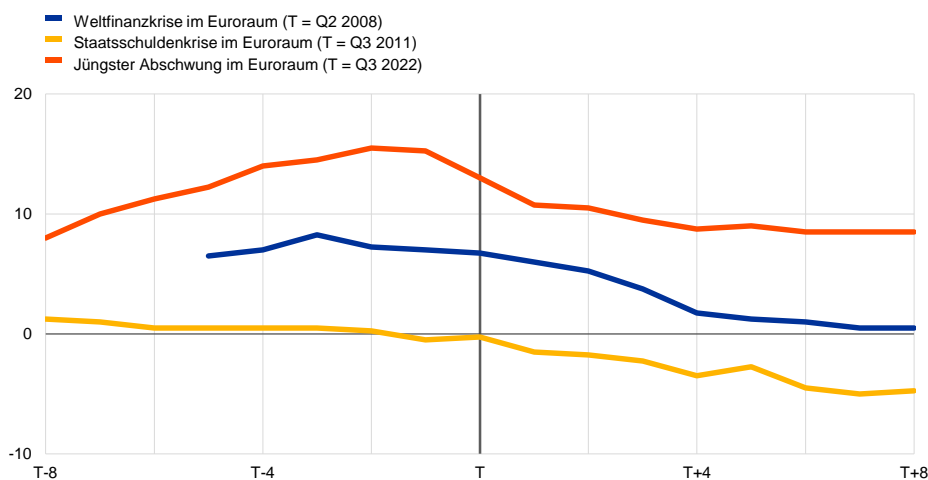
### a) Entwicklung der nominalen Wohnimmobilienpreise

(Index: Höchststand (T) = 100)



### b) Bewertung um den Höchststand

(Über- und Unterbewertung in %)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a entspricht der schattierte Bereich der Interquartilsspanne der Preisentwicklung für Wohnimmobilien um den Höchststand für alle Länder des Euroraums und den Euroraum insgesamt. Die Wohnimmobilienpreiszyklen wurden anhand des Bry-Boschan-Algorithmus mit einer Mindestlänge von fünf Quartalen pro Zyklus und zwei Quartalen für Auf- und Abschwünge ermittelt. Zu beachten gilt, dass die Phase des Anstiegs bis zum Höhepunkt der Staatsschuldenkrise gleichzeitig die Phase nach dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise ist. In Grafik b entsprechen die Linien dem Durchschnitt der Schätzungen, die auf Basis vier verschiedener Bewertungsmethoden erstellt wurden – so wie regelmäßig in Abbildung 3.12 des [Risk Dashboard des ESRB](#) dargelegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

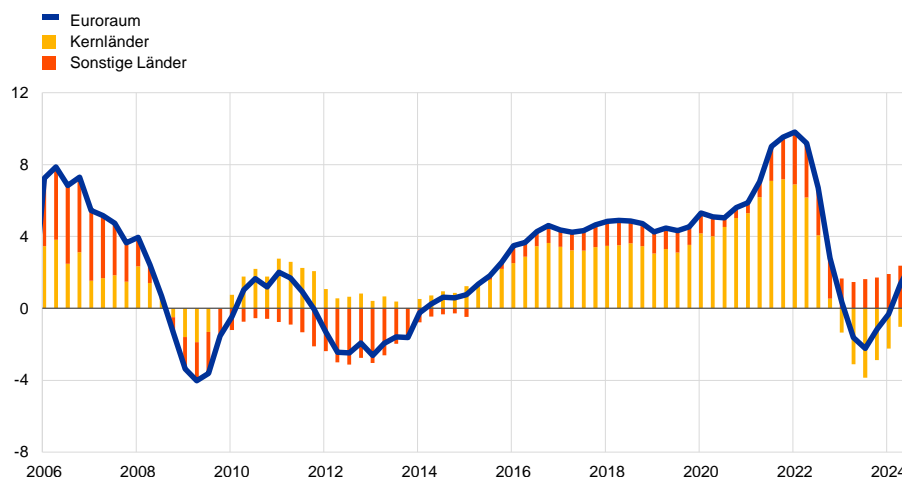
**Die Aufschlüsselung des Wachstums der Wohnimmobilienpreise im Euroraum nach verschiedenen Eigenschaften kann zusätzliche Erkenntnisse über die Merkmale des jüngsten Immobilienpreiszyklus liefern.** Bei den Preiszyklen während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise ließ sich die Dynamik der Wohnimmobilienpreise im gesamten Euroraum größtenteils durch die damals als „Peripherieländer“ bezeichneten Staaten erklären. Dagegen war die jüngste Dynamik wesentlich stärker den „Kernländern“ zuzuschreiben (siehe Abbildung 3). Insbesondere Deutschland trug aufgrund seines hohen Gewichts an



den aggregierten Immobilienpreisen zur aktuellen Dynamik bei. Im jüngsten Zyklus verbuchten nur zwölf Euro-Länder einen Preisrückgang, sodass dieser Zyklus weniger Länder umfasste als während der Weltfinanzkrise. Damals gab es nur ein einziges Land, das keinen Rückgang verzeichnet hatte. Die unterschiedliche Länderzusammensetzung der euroraumweiten Dynamik könnte auf eine Verlagerung von Boom-Bust-Mustern in Kombination mit einem allgemeinen Trend steigender Immobilienpreise hinweisen. In einigen Ländern mündete der Übergang zu einem günstigeren Zinsumfeld nach der Einführung des Euro in einen Boom-Bust-Zyklus, der (wie beispielsweise in Spanien) erst nach längerer Zeit bereinigt und überwunden wurde. In der Niedrigzinsphase nach der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise reagierten vor allem die Wohnimmobilienmärkte anderer, zuvor weniger in Mitleidenschaft gezogener Länder auf die günstigen Finanzierungsbedingungen. Letztlich kam es dort – z. B. in Deutschland – zu einer Korrektur der überschießenden Preisdynamik.

**Abbildung 3**  
 Beiträge zum Wachstum der Preise für Wohnimmobilien im Euroraum nach Ländergruppen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

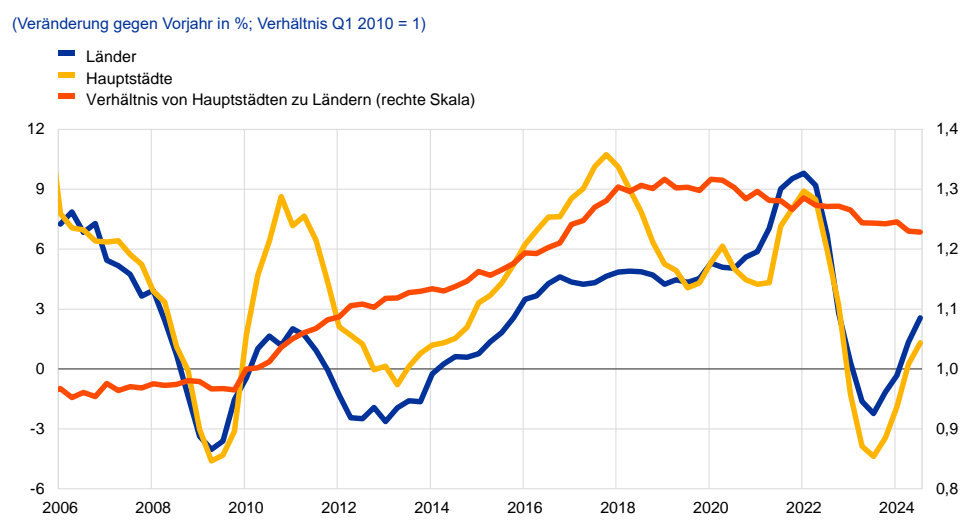
Anmerkung: Der Beginn der Eurostat-Zeitreihen variiert von Land zu Land. Für den Zeitraum vor Beginn wurden die Zeitreihen anhand von Wachstumsraten einer EZB-Reihe zurückgeschätzt. Die Balken stellen die Beiträge zur Wachstumsrate des Euroraums in Prozentpunkten dar (basierend auf den BIP-Gewichten). Deutschland, Frankreich, die Niederlande, Österreich, Belgien, Luxemburg und Finnland werden zur Gruppe der „Kernländer“ gerechnet, während die „sonstigen Länder“ in der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise allgemein einen stärker ausgeprägten Immobilienpreiszzyklus verbuchten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Im jüngsten Immobilienpreiszzyklus entwickelten sich die Wohnimmobilienpreise in den Hauptstädten und den jeweiligen Ländern stärker im Einklang miteinander.** Bis zur Pandemie waren die

Wohnimmobilienpreise in Hauptstädten kräftiger gestiegen als in den jeweiligen Ländern insgesamt. Gleichzeitig war die Preisdynamik in Hauptstädten von einer stärkeren Beschleunigung und Verlangsamung gekennzeichnet (siehe Abbildung 4). Diese Unterschiede stehen mit der Auffassung im Einklang, dass zum einen die „Lage“ ein maßgeblicher Preisfaktor ist und zum anderen an Märkten mit einem beschränkten Angebot eine größere Dynamik zu beobachten ist. Die Preisdynamik kann dadurch verstärkt werden, dass der Anteil wohlhabender Käufer größer ist und

der Wiederverkaufswert in guter Lage wie Hauptstädten als zuverlässiger eingeschätzt wird, wobei Fundamentaldaten, Erwartungen oder Spekulationen im Vergleich zu anderen Lagen die Preisdynamik beeinflussen. Ende 2019 waren die Wohnimmobilienpreise in Hauptstädten 71 % höher als im Vorfeld der globalen Finanzkrise Anfang 2006. Für den Euroraum insgesamt belief sich der Wert indes auf 28 %. Im jüngsten Wohnimmobilienpreiszyklus glichen sich die Entwicklungen wieder etwas stärker aneinander an, da die Preise in Hauptstädten langsamer anstiegen als der in dem jeweiligen Land verzeichnete Durchschnittspreis. Hierin könnten sich die bereits hohen und möglicherweise weniger erschwinglichen Preise in Hauptstädten widerspiegeln. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass dies auch auf den besonderen und verstärkenden Effekt der Pandemie und deren Implikationen für mobiles Arbeiten zurückzuführen ist. Letzteres ermöglichte es den Beschäftigten, weiter entfernt von ihrem Arbeitsplatz in kostengünstigerer Lage zu wohnen.<sup>5</sup>

**Abbildung 4**  
 Nominale Wohnimmobilienpreise für den Euroraum und ein synthetisches Euroraum-Aggregat zu den Hauptstädten



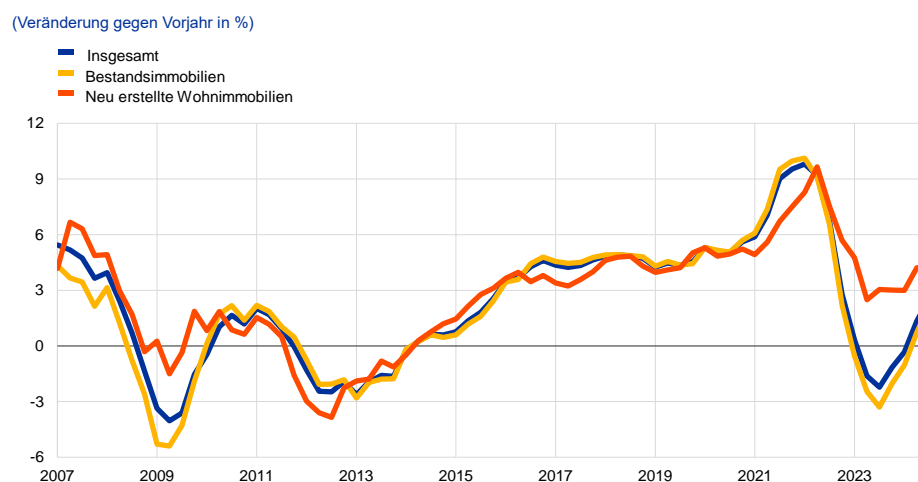
Quellen: EZB, Eurostat, BIZ und nationale Quellen, EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Der Länderdurchschnitt bezieht sich auf die Eurostat-Zeitreihe für den Euroraum. Das synthetische Euroraum-Aggregat für Hauptstädte ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt. Das Aggregat umfasst Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Slowenien und Finnland. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Im jüngsten Zyklus war die Preisentwicklung auf eine besonders dynamische Entwicklung der Preise für Bestandsimmobilien zurückzuführen.** Auf solche Wohnimmobilien entfällt der Großteil der Immobilientransaktionen, weswegen ihre Preise in der Regel den Verlauf des allgemeinen Preiszyklus bei Wohnimmobilien bestimmen. Auf dem Höhepunkt des Zyklus war die jährliche Wachstumsrate der Preise für Bestandsimmobilien einen halben Prozentpunkt höher als für neu erstellte Wohnimmobilien, und beim Tiefpunkt des Zyklus war sie rund 6 Prozentpunkte

<sup>5</sup> Dies belegen Umzugsdaten der OECD, die bis zum vierten Quartal 2022 bzw. für die meisten Länder nur bis zum vierten Quartal 2021 vorliegen. Sie zeigen, dass sich die Nachfrage von Ballungszentren zu Vororten in unmittelbarer Nähe zu Ballungszentren (Verringerung des Preis-Entfernungs-Gradienten) oder zu Kleinstädten verlagert (jedoch nicht unbedingt in den ländlichen Raum an sich). Siehe hierzu OECD, [Expanding the doughnut? How the geography of housing demand has changed since the rise of remote work with COVID-19](#), Regional Development Papers der OECD, 11. Oktober 2023.

niedriger. Dieses Gefälle war größer als in den Zyklen während der Weltfinanzkrise und insbesondere der Staatsschuldenkrise (siehe Abbildung 5). Hierin dürfte sich der langwierige Aufschwung am Wohnimmobilienmarkt widerspiegeln, wobei das Angebot an neuen Wohngebäuden gegen Ende möglicherweise mehr und mehr zurückging, sodass sich Käufer vermehrt bestehenden Wohngebäuden zuwandten. Verstärkt wurde dies dadurch, dass in der Pandemie die Baukonjunktur einbrach und Käufer zugleich nach Wohnimmobilien mit mehr Wohnfläche suchten – auch in Lagen mit bis dahin niedrigeren Preisniveaus.<sup>6</sup> Nachdem die beim Kauf von Bestandsimmobilien beobachtete Übertreibung jedoch nachgelassen hatte und sich die Energiekosten zu einem wichtigeren Faktor bei der Wahl des bevorzugten Wohnobjekts entwickelt hatten, sanken die Preise für Bestandsimmobilien wesentlich schneller als die Preise für neu erstellte Wohnimmobilien. Außerdem hielt sich der Preisrückgang bei Neubauten stärker in Grenzen, da die Preise angesichts der hohen Baukosten für Neubauten in den vergangenen Jahren nur begrenzt gesenkt werden konnten.

**Abbildung 5**  
Preise für Wohnimmobilien im Euroraum nach Art der Wohnimmobilie



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Eurostat-Zeitreihe für neu erstellte Wohnimmobilien und Bestandsimmobilien des Euroraums beginnt erst im vierten Quartal 2009. Die Daten für den Zeitraum davor wurden anhand von Wachstumsraten einer BIP-gewichteten Länderaggregation (bestehend aus Deutschland, Frankreich, Spanien, den Niederlanden, Belgien, Estland, Griechenland, Kroatien, Lettland und Litauen) zurückgeschätzt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Die stilisierten Fakten zeigen, dass der jüngste Wohnimmobilienpreiszyklus von den Zyklen während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise abwich.** Der Preisboom war über die einzelnen Kategorien hinweg scheinbar breiter angelegt. Dies könnte die Tatsache widerspiegeln, dass sich Preissteigerungen auch auf weniger zentrale Lagen oder weniger moderne Wohngebäude ausgedehnt hatten, insbesondere im Zusammenhang mit pandemiebedingten Verschiebungen der Präferenzen. Hieraus ergibt sich, dass der

<sup>6</sup> Siehe hierzu EZB, [Auswirkungen der steigenden Hypothekenzinsen auf den Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2022. Die Eurostat-Daten zu den Wohnverhältnissen und Lebensbedingungen deuten darauf hin, dass die Quote der Überbelastung durch Wohnkosten in den letzten Jahren in Städten höher war als in ländlichen Gebieten und dass der Anteil der Menschen, die in überbelegten Immobilien lebten, während der Pandemie vorübergehend anstieg.

Boom möglicherweise mit einer geringeren finanziellen Belastung und einem geringeren Risiko für die Käufer einherging als in anderen Zeiträumen und dies dazu beitrug, den anschließenden Abschwung zu begrenzen (siehe Abschnitt 3). Letztlich machte die Preiskorrektur den zusätzlichen Preisanstieg nach der Pandemie zwar wieder rückgängig, aber nicht die anhaltenden Preisanstiege in den Jahren vor der Pandemie. Die Preisrückgänge in den Zyklen während der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise hatten eine vergleichsweise größere Erosion vorheriger mehrjähriger Preissteigerungen zur Folge.

### 3 Maßgebliche Faktoren im jüngsten Wohnimmobilienpreiszyklus

#### **Eine modellgestützte Analyse legt den Schluss nahe, dass die Nachfrage ganz allgemein betrachtet der wichtigste Faktor in Boom-Bust-Wohnimmobilienpreiszyklen ist.**

In dem in Kasten 1 verwendeten Modell werden wohnimmobilienspezifische Nachfrageschocks als wesentliche Triebkräfte von Immobilienpreisrückgängen während des Zyklus der globalen Finanzkrise und jenem der Staatsschuldenkrise ausgemacht. Beim jüngsten Abschwung war dies nicht der Fall. Hier wirkten sich gesamtwirtschaftliche Angebotschocks in Zusammenhang mit Energiepreisschocks und pandemiebedingten Angebotsengpässen vergleichsweise stärker aus. Im Gegensatz zu früheren Zyklen trug die Geldpolitik dem Modell zufolge zudem deutlicher zum jüngsten Abschwung bei. Dies steht im Einklang mit der tiefgreifenden Änderung von einem langen Zeitraum niedriger Hypothekenzinsen zu einem Zeitraum stark verschärfter Finanzierungsbedingungen und potenziellen nichtlinearen Effekten durch eine solche Änderung.<sup>7</sup> Werden Immobilienpreisentwicklungen in ihre verursachenden Schocks zerlegt, kann dies Ausgangspunkt für eine Bewertung der Bestimmungsfaktoren sein. Naturgemäß sind sie jedoch modellspezifisch und hängen von der Auswahl der Variablen und Schocks ab sowie von der Art und Weise, wie diese Schocks ermittelt werden. Folglich sollten Wohnimmobilienpreiszyklen auch durch eine modellunabhängige Erörterung über einschlägige Gruppen von Faktoren und Indikatoren bewertet werden.<sup>8</sup>

#### **Durch Nachfragefaktoren lässt sich zu einem gewissen Teil der jüngste Preiszyklus bei Wohnimmobilien erklären.**

Werden die kurzfristigen Einschränkungen der Aktivität während des Lockdowns in der Pandemie außer Acht gelassen, deutet die Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen und der Wohnimmobilientransaktionen darauf hin, dass im Vorfeld des jüngsten Preisbooms eine Phase mit anhaltend hoher Nachfrage nach Wohnimmobilien gegeben war (siehe Abbildung 6, Grafik a). Dies zeigt sich auch am kontinuierlichen Anstieg der Bau- bzw. Kaufabsichten auf ein seit Einführung des Euro noch nie dagewesenes Ausmaß. Tatsächlich scheint die Pandemie letztlich mit einem zusätzlichen

<sup>7</sup> Siehe hierzu unter anderem D. Diekelmann, H. S. Hempell, B. Jarmulska et al., [House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus](#), Empirical Economics, September 2024; EZB, [Drivers of rising house prices and the risk of reversal](#), Kasten 2, Finanzstabilitätsbericht, Mai 2022.

<sup>8</sup> Ein Beispiel für verschiedene Nachfrage- und Angebotsfaktoren am Wohnimmobilienmarkt findet sich in: EZB, [Aktueller Stand des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2018.

Nachfrageschub einhergegangen zu sein, der vermutlich durch Wohnungsumzüge in Zeiten einer zunehmenden Präferenz für mobiles Arbeiten verursacht wurde.<sup>9</sup> Dies steht im Einklang mit einem großen Präferenzschock, der in einigen Modellen für den Pandemiezeitraum im Vergleich zu früheren Wohnimmobilienpreiszyklen ermittelt wurde.<sup>10</sup> Der anschließende Rückgang der Wohnraumnachfrage neutralisierte den außergewöhnlichen pandemiebedingten Nachfrageschub und war vergleichsweise begrenzt. Die Wohnungsbauinvestitionen und die Wohnimmobilientransaktionen gingen zwar zurück, lassen aber Anzeichen dafür erkennen, dass die Talsohle durchschritten ist, und die Kaufabsichten verzeichneten lediglich eine temporäre Delle, während die Werte anhaltend hoch waren (siehe Abbildung 6, Grafik a). Dies schafft die Ausgangslage für die beobachtete, vergleichsweise rasche Erholung der Wohnimmobilienpreise.

---

<sup>9</sup> Siehe M. Richard, [Working from home: Effects on housing demand and inequality](#), Der EZB-Blog, 8. Januar 2025. Die pandemiebedingten Lockdowns führten dazu, dass sich die Organisation der Arbeit strukturell veränderte (d. h. Arbeit im Homeoffice), sich die Kriterien bei der Wohnungssuche änderten und die allgemeine Nachfrage nach Wohnraum, insbesondere jedoch nach größeren Immobilien in größerer Entfernung von Stadtzentren, stieg.

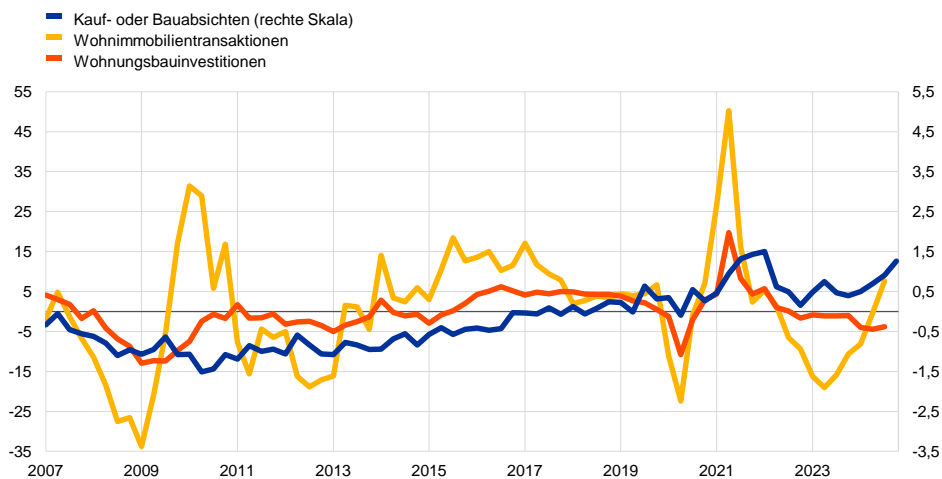
<sup>10</sup> Siehe EZB, [Analysing drivers of residential real estate \(RRE\) prices and the effects of monetary policy tightening on RRE vulnerabilities](#), Macroprudential Bulletin, Ausgabe 10, 2022.

## Abbildung 6

### Für die Nachfrage nach Wohnimmobilien relevante Euroraum-Indikatoren

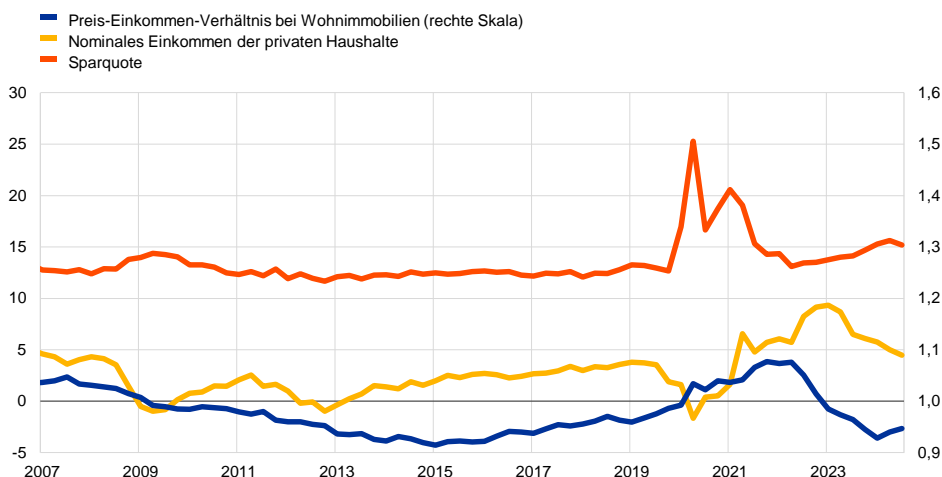
#### a) Wohnimmobilienspezifische Indikatoren

(standardisierte Salden in %; Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### b) Indikatoren der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

(Index: Q1 2005 = 1; Veränderung gegen Vorjahr in %; in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)



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

Anmerkung: Die Standardisierung der Kaufabsichten impliziert einen Mittelwert von null und eine Standardabweichung von eins vom ersten Quartal 1999 bis 2019. Die Wohnimmobilientransaktionen sind eine Aggregation der verfügbaren Eurostat-Daten und Informationen aus nationalen Quellen für die Länder des Euroraums, die zusammen rund 70 % des BIP im Euroraum erwirtschaften. Diese Abdeckung ist geringer in den Jahren vor 2015. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (bzw. das vierte Quartal 2024 für Kaufabsichten).

**Das robuste Wachstum des verfügbaren Einkommens stützte die Nachfrage nach Wohnimmobilien und die Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte im Euroraum.** Im Gegensatz zu den Abschwungphasen während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise blieb die Arbeitsmarktlage im jüngsten Wohnimmobilienpreiszyklus allgemein günstig. In Kombination mit staatlichen Maßnahmen zur Einkommensstützung während der Pandemie und der Energiekrise stieg das Haushaltseinkommen dadurch stärker als die Hypothekenkosten, was den Anstieg des Preis-Einkommen-Verhältnisses bei Wohnimmobilien während des Immobilienpreisbooms begrenzte (siehe Abbildung 6, Grafik b). Die privaten Haushalte konnten sich höhere Hypothekenzahlungen leisten, und die in der

Pandemie angehäuften Ersparnisse ermöglichten ihnen ebenfalls einen höheren Anteil an Eigenkapital. Die finanzielle Belastung für Wohnraumeigentümer mit Hypothek blieb insgesamt relativ niedrig, wenn diese mit der Belastung von Eigentümern ohne Hypothek bzw. Mietern oder auch mit früheren Immobilienpreiszyklen verglichen wird.<sup>11</sup> Im Gegensatz zu den Zyklen in der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise fiel die jüngste Preisverringerung bei Wohnimmobilien mit einer robusten Einkommensentwicklung zusammen. Folglich wurden Wohnimmobilien durch den Rückgang des Preis-Einkommen-Verhältnisses bei Wohnimmobilien erschwinglicher. Dies hat die derzeitige Erholung der Preise für Wohnimmobilien bislang gestützt, obwohl die Finanzierungsbedingungen weniger günstig sind als zu Beginn des Immobilienpreiszyklus.

**Der Einfluss verschärfter Finanzierungsbedingungen bei der Anpassung der Wohnimmobilienpreise wurde durch vergleichsweise gesunde Bilanzen abgemildert.** Der starke Anstieg der Zinsen infolge des Inflationsschubs von 2022 fiel mit noch immer deutlich überhöhten Immobilienpreisen zusammen.<sup>12</sup> Dabei wäre ein wesentlich stärkerer Preisverfall zu erwarten gewesen als letztlich zu beobachten war. Unter anderem unterschied sich die Anpassung von jener während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise, weil die Bilanzen der privaten Haushalte und der Banken in der Zeit der Überbewertungen solider waren als in den beiden früheren Zyklen. Ein deutlich geringeres Wachstum der Hypothekarkredite und eine niedrigere Schuldendienstquote als im Zeitraum vor der Weltfinanzkrise – was teilweise dem stärkeren Einsatz makroprudenzieller Politik geschuldet war – bedeutete auch robustere Bilanzen der privaten Haushalte, ein geringeres Risiko einer ungeordneten Korrektur des Wohnimmobilienpreisbooms und folglich weniger Volatilität im Immobilienpreiszyklus (siehe Abbildung 7).<sup>13</sup> Hinzu kam, dass zahlreiche Euro-Länder verstärkt auf Festzinshypotheken setzten. Diese schützen Eigentümer einer Wohnimmobilie vorübergehend vor höheren Kreditzinsen und sind mit niedrigeren Ausfallraten verbunden, die Rückgänge der Immobilienpreise verstärken könnten. Zugleich legt dies nahe, dass die nominalen Hypothekenzahlungen für viele private Haushalte steigen dürften, wenn ihre aktuellen Festzinsverträge auslaufen und durch Verträge mit inzwischen höheren Zinsen ersetzt werden.<sup>14</sup> Die jüngste Normalisierung der Zinsen begrenzt dieses Risiko, da der Zeitraum, in dem die privaten Haushalte ihre Kreditverträge zu höheren Zinsen neu auszuhandeln hatten, eher kurz blieb. Damit endet auch die kurze Phase, in der die Renditen auf Wohnimmobilien als Vermögenswert im

---

<sup>11</sup> Siehe hierzu die Eurostat-Daten zur Quote der Überbelastung durch Wohnkosten nach Besitzverhältnis. Die jüngsten verfügbaren Daten für den Euroraum beziehen sich auf 2023.

<sup>12</sup> Mitte 2022 lag die durchschnittliche Überbewertung der Preise für Wohnimmobilien gemäß einschlägigen Indikatoren nach wie vor bei über 10 % (siehe Abbildung 2, Grafik b). Gleichwohl deuten Bewertungsindikatoren auf Basis von realen Preisen für Wohnimmobilien (die somit den Inflationsanstieg berücksichtigen) darauf hin, dass die Überbewertung zu diesem Zeitpunkt bereits abgebaut war.

<sup>13</sup> Siehe hierzu beispielsweise EZB, [Assessing the strength of the recent residential real estate expansion](#), Finanzstabilitätsbericht, November 2021.

<sup>14</sup> Laut dem [EZB-Finanzstabilitätsbericht](#) vom November 2023 zeigen Schätzungen auf Basis aktueller Umfragedaten, dass über 30 % aller ausstehenden Festzinshypotheken im Euroraum in den nächsten zehn Jahren auslaufen dürften.

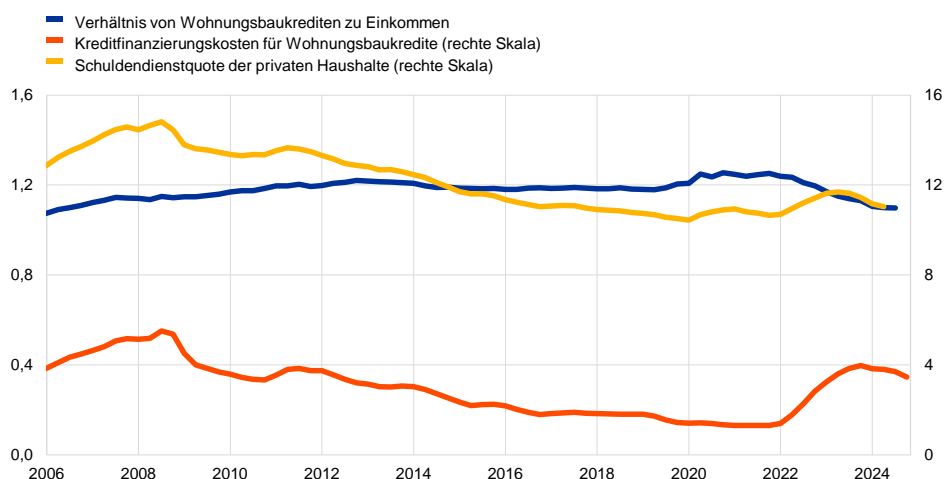
Vergleich zu den Renditen auf festverzinsliche Anlagen an Attraktivität eingebüßt hatten, was folglich die Nachfrage nach Wohnimmobilien gedämpft hatte.<sup>15</sup>

### Abbildung 7

Kreditbedingungen und Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte im Euroraum

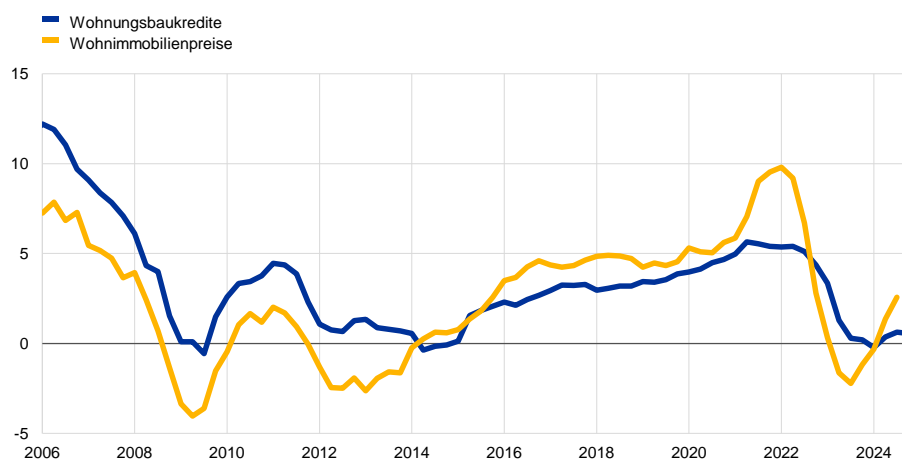
#### a) Kreditbedingungen für private Haushalte

(Index: Q1 2005 = 1; Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### b) Wohnungsbaukredite und Preise für Wohnimmobilien

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB (MFI-Zinsstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Verhältnis von Wohnungsbaukrediten zu Einkommen errechnet sich, indem die Wohnungsbaukredite durch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auf Basis der aggregierten makroökonomischen Datenreihe dividiert werden. Dieses Verhältnis unterscheidet sich vom Verhältnis der Kreditvergaberichtlinien, das auf Kreditebene bei Vergabe berechnet wird. Die Schuldendienstquote entspricht dem Verhältnis von fixen Schuldendienstkosten (d. h. Zinszahlungen zuzüglich Tilgung) zum verfügbaren Einkommen, gemäß dem [EZB-Finanzstabilitätsbericht](#) vom Mai 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (bzw. das vierte Quartal für Kreditfinanzierungskosten und Wohnungsbaukredite).

**Wie sich die geldpolitische Straffung auf die Wohnimmobilienpreise auswirkt, hängt auch von der Verzahnung zwischen dem Wohnimmobilienmarkt und dem Mietmarkt ab.** Wenn höhere Zinsen die Finanzierbarkeit und folglich die Wohnimmobilienkäufe unmittelbar verringern, ist zu erwarten, dass sich die privaten Haushalte verstärkt dem Mietmarkt zuwenden, um ihre Nachfrage nach Wohnraum

<sup>15</sup> Siehe EZB, [Warum haben Investitionen in Wohnimmobilien ihren Reiz verloren? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 5/2023.



zu decken.<sup>16</sup> Dies dürfte die Wohnimmobilienpreise unter Abwärts- und die Mietpreise unter Aufwärtsdruck setzen (in Kasten 2 wird der Zusammenhang zwischen den Preisen für Wohnimmobilien und den Mieten erörtert). Doch wie flexibel die privaten Haushalte zwischen Eigentum und Anmietung von Wohnraum wechseln können, richtet sich nach der allgemeinen Höhe der Mieten und der Verfügbarkeit von Mietobjekten. In dieser Hinsicht hat die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auch die Attraktivität von Investitionen in den Erwerb von Vermietungsobjekten und letztlich das Angebot am Mietmarkt beeinträchtigt. Dies trifft umso mehr zu, wenn die Preise am Mietmarkt einer Regulierung unterliegen oder wenn die Verfügbarkeit am Mietmarkt Schocks wie durch Zuwanderung ausgesetzt ist.

**Wie sich die Nachfrage nach Wohnimmobilien und geldpolitische Faktoren auf die Preise für Wohnimmobilien auswirken, hängt auch vom Angebot ab.**

In dieser Hinsicht weist das in Kasten 1 verwendete Modell auf eine vergleichsweise große Rolle von Angebotsschocks beim jüngsten Rückgang der Immobilienpreise hin. Dies steht sowohl mit wohnimmobilienspezifischen Faktoren als auch mit gesamtwirtschaftlichen Angebotsfaktoren in Zusammenhang. Die Baugenehmigungen als Näherungsgröße für das Angebot an neuen Wohnimmobilien sind seit dem Zyklus in der Staatsschuldenkrise zwar gestiegen, blieben aber auf deutlich niedrigerem Niveau als im Zyklus der globalen Finanzkrise. Beim jüngsten Rückgang der Wohnimmobilienpreise brachen sie ein und erreichten einen historischen Tiefstand (siehe Abbildung 8, Grafik a). Dies deutet darauf hin, dass angebotsseitige Engpässe bestehen, und es erklärt zum Teil die vergleichsweise kurzfristige Abschwächung der Immobilienpreise und ihren jüngsten Anstieg, sobald bessere Finanzierungsbedingungen die Nachfrage zu stützen begannen. Auch gesamtwirtschaftliche Faktoren in Zusammenhang mit Lieferketten- und Energiepreisschocks wirkten sich auf das Baugewerbe und das Wohnimmobilienangebot aus. Aufgrund von Engpässen bei Material und Arbeitskräften waren die Baukosten während und nach der Pandemie stark gestiegen (siehe Abbildung 8, Grafik b). Hierdurch gerieten die Preise für Wohnimmobilien unter Aufwärtsdruck – und zwar vor allem über die Preise für Neubauten, aber auch für bestehende Objekte, bei denen Transaktionen an vorherige Renovierung und Instandhaltung geknüpft waren. Dies betraf beispielsweise Maßnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz älterer Gebäude. Die Kosten solcher Maßnahmen und das entsprechende Zögern potenzieller Käufer erklären ebenfalls, warum die Preise für Bestandsimmobilien deutlich stärker fielen als die Preise für Neubauten.

---

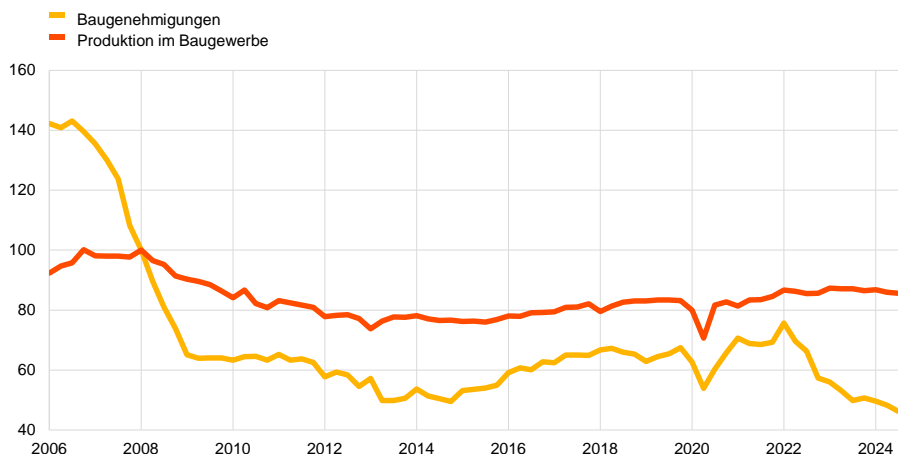
<sup>16</sup> Siehe beispielsweise Castellanos et al., [The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2977, 2024.

## Abbildung 8

### Für das Angebot an Wohnimmobilien relevante Euroraum-Indikatoren

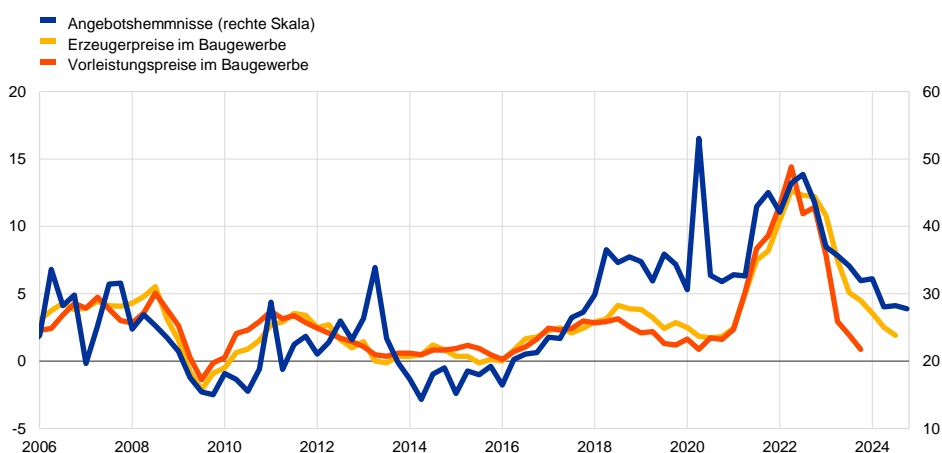
#### a) Wohnimmobilienspezifische Indikatoren

(Index: Q1 2008 = 100)



#### b) Indikatoren des gesamtwirtschaftlichen Angebots

(in %; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2024. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf das vierte Quartal 2023 (Vorleistungspreise im Baugewerbe), das dritte Quartal 2024 (Erzeugerpreise im Baugewerbe) bzw. das vierte Quartal 2024 (Angebotshemmnisse gemäß der Branchenumfrage der Europäischen Kommission für das Baugewerbe).

#### Modellergebnisse und einschlägige Indikatoren untermauern die These, dass der jüngste Preiszyklus bei Wohnimmobilien einige Besonderheiten aufwies.

Dies hängt insbesondere mit den stark positiven Nachfrageschocks und ihrer wahrscheinlichen Überlappung mit einem ausgeprägten Präferenzschock während des Immobilienpreisbooms zusammen. Der anschließende Preisrückgang bei Wohnimmobilien lässt sich zum Großteil allein durch die Auflösung dieser Schocks erklären. Die Straffung der Geldpolitik und der Kreditvergaberichtlinien trug zur Wende im Zyklus bei – trotz robuster einkommensspezifischer Fundamentaldaten und Angebotsengpässen bei Wohnimmobilien.

## Kasten 1

### Die fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Wohnimmobilienpreise im Euroraum

---

Niccolò Battistini und Johannes Gareis

Der vorliegende Kasten liefert eine empirische Betrachtung der fundamentalen Faktoren, die die Preisentwicklung von Wohneigentum im Euroraum bestimmen. Hierzu wird ein strukturelles bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (SBVAR-Modell) herangezogen. Es berücksichtigt die realen privaten Konsumausgaben, den Deflator der privaten Konsumausgaben, die realen Wohnungsbauinvestitionen, die nominalen Wohnimmobilienpreise, den kurzfristigen risikofreien Zinssatz und die Differenz der Langfristzinsen.<sup>17</sup> Im Modell werden den Reaktionen der Modellvariablen auf verschiedene Schocks Vorzeichen- und Nullrestriktionen auferlegt.<sup>18</sup> Neben gesamtwirtschaftlichen Nachfrage- und Angebotsschocks berücksichtigt das Modell auch wohnraumspezifische Nachfrage- und Angebotsschocks sowie Schocks in Bezug auf den risikofreien Zinssatz und das Zinsgefälle. Die beiden letztgenannten Schocks bezeichnen unerwartete Veränderungen des risikofreien Zinssatzes und des Zinsgefälles, die über deren systematische Reaktion auf Konjunkturschwankungen hinausgehen. Folglich schließen Schocks in Bezug auf den risikofreien Zinssatz und das Zinsgefälle jene Schocks ein, die mit einer konventionellen und unkonventionellen Geldpolitik in Zusammenhang stehen. Diese werden gemeinhin als Schocks gedeutet, die die kurzfristigen risikofreien Zinssätze bzw. die Steigung der Zinsstrukturkurve beeinflussen.<sup>19</sup> Vor dem Hintergrund der jüngsten geldpolitischen Straffung spiegeln diese Schocks zum Großteil die Umkehrung der lockeren Geldpolitik der EZB über die historischen Gesetzmäßigkeiten hinaus wider, die in Form einer steiler werdenden Zinsstrukturkurve und einer Reihe von Anhebungen der kurzfristigen Zinsen erfolgt, um dem außergewöhnlichen Anstieg der Inflation entgegenzuwirken. Das Modell wird auf Basis von Daten für das erste Quartal 1995 bis zum dritten Quartal 2024 geschätzt.<sup>20</sup>

Um Erkenntnisse aus historischer Perspektive zu gewinnen, wird die modellbasierte Wirkung der fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Wohnimmobilienpreise im Euroraum mit den in verschiedenen vergangenen Zeiträumen gemessenen Auf- und Abschwüngen verglichen, d. h., der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise, sowie mit der in der Zeit von der jüngsten Straffung der Geldpolitik bis zum letzten verfügbaren Quartal beobachteten Entwicklung (siehe Abbildung A). In diesen zurückliegenden Zeiträumen trugen Nachfrageschocks am Wohnimmobilienmarkt stets maßgeblich zu Preisrückgängen bei Wohneigentum bei. Tatsächlich waren in erster Linie Nachfrageschocks am Wohnimmobilienmarkt für das Absinken der Wohnimmobilienpreise während der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise verantwortlich, worin sich im Wesentlichen deren entscheidende Bedeutung für den Anstieg der Immobilienpreise vor der globalen Finanzkrise widerspiegelt. Was die sonstigen Schocks anbelangt, so führten kontraktive Angebotsschocks am

<sup>17</sup> Alle Variablen fließen in logarithmierten Niveaus in das Modell ein. Ausgenommen hiervon sind der kurzfristige risikofreie Zinssatz und die Differenz der Langfristzinsen, die in Niveaus gemessen werden. Der kurzfristige risikofreie Zinssatz bezieht sich auf den Dreimonats-EURIBOR, während die Differenz der Langfristzinsen dem Gefälle zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und dem kurzfristigen risikofreien Zinssatz entspricht.

<sup>18</sup> Siehe unter anderem F. Smets und M. Jarociński, [House prices and the stance of monetary policy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 891, 2008; A. Nocera und M. Roma, [House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2073, 2017.

<sup>19</sup> Siehe beispielsweise C. Baumeister und L. Benati, [Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound](#), *International Journal of Central Banking*, Bd. 9, Ausgabe 2, 2013, S. 165-212.

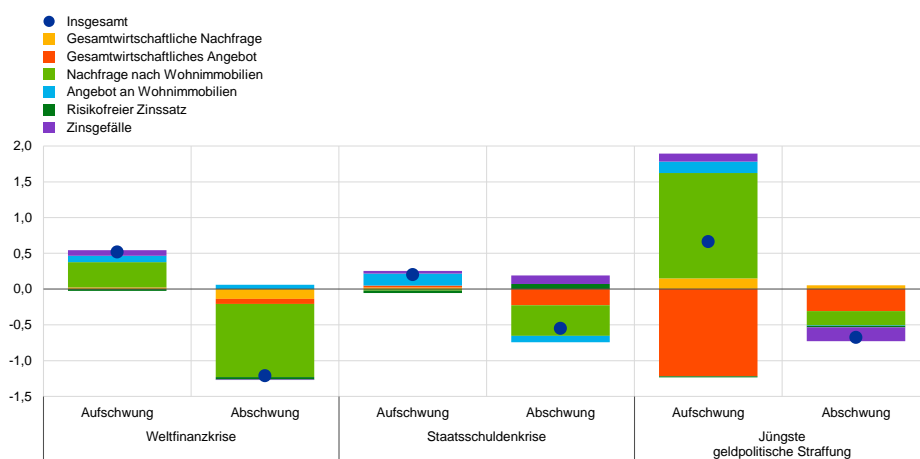
<sup>20</sup> Der ausgeprägten Volatilität der makroökonomischen Daten im Jahr 2020 wird im Modell durch Bereinigung der pandemiebedingten Heteroskedastizität Rechnung getragen. Siehe M. Lenza und G. Primiceri, [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 37, Ausgabe 4, 2022, S. 688-699.

Wohnimmobilienmarkt zu höheren Immobilienpreisen während der Aufschwungsphasen in beiden Zeiträumen, während kontraktive gesamtwirtschaftliche Angebotschocks die Hauspreise in den Abschwungsphasen dieser beiden Zeiträume belasteten. Dies macht deutlich, welche nachteiligen Vermögenseffekte der kosteninduzierten Inflation die privaten Haushalte hinzunehmen hatten. Darüber hinaus wurden die Preise für Wohneigentum in den verschiedenen Phasen der betrachteten Zeiträume ein wenig durch Schocks in Bezug auf das Zinsgefälle gestützt. Im Gegensatz dazu wirkten sich Schocks in Bezug auf den risikofreien Zinssatz in den Beobachtungszeiträumen nur begrenzt auf Immobilienpreisschwankungen aus.

## Abbildung A

### Auswirkungen fundamentaler Bestimmungsfaktoren auf die Wohnimmobilienpreise im Euroraum in verschiedenen Zeiträumen

(durchschnittliche vierteljährliche Änderungen in den untersuchten Zeiträumen; in % und Prozentpunkten; Abweichung vom Trend)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die durchschnittlichen vierteljährlichen Auswirkungen von Schocks, die anhand eines SBVAR-Modells mit Vorzeichen- und Nullrestriktionen identifiziert werden, auf die Immobilienpreise in den untersuchten Zeiträumen. Die Weltfinanzkrise umfasst den Zeitraum vom ersten Quartal 2004 bis zum zweiten Quartal 2008 (Aufschwung) und den Zeitraum vom zweiten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2009 (Abschwung). Die Staatsschuldenkrise umfasst den Zeitraum vom zweiten Quartal 2009 bis zum dritten Quartal 2011 (Aufschwung) und vom dritten Quartal 2011 bis zum ersten Quartal 2013 (Abschwung). Die jüngste geldpolitische Straffung umfasst den Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum vierten Quartal 2021 (Aufschwung) und vom vierten Quartal 2021 bis zum dritten Quartal 2024 (Abschwung).

Was die jüngste geldpolitische Straffung betrifft, so stand der Rückgang der Wohnimmobilienpreise den Modellergebnissen zufolge größtenteils im Einklang mit den während der Weltfinanz- und der Staatsschuldenkrise verzeichneten Abschwüngen, gemessen am durchschnittlichen Quartalsumfang. Dennoch war dieser Rückgang völlig anders geartet, was darauf zurückzuführen war, dass die fundamentalen Bestimmungsfaktoren anders kombiniert waren. Erstens spielten im Gegensatz zu den vorangegangenen beiden Krisen nun gesamtwirtschaftliche Angebotschocks eine größere Rolle. Hierin spiegelten sich wahrscheinlich die anhaltenden Effekte des Energiepreisschocks infolge des russischen Krieges gegen die Ukraine wider, wodurch die pandemiebedingten Lieferengpässe ausgeweitet und verschärft wurden, die Inflation außergewöhnlich stark anstieg und die allgemeine Konjunktur und die Aktivität am Wohnungsmarkt gedämpft wurden. Überdies hatten die Nachfrageschocks am Wohnimmobilienmarkt auch negative Auswirkungen, aber der entsprechende Effekt war geringer als in den vorigen beiden Krisenphasen. Zurückzuführen sein dürfte dies auf den lange spürbaren Einfluss der erheblichen Verschiebung der Präferenzen der privaten Haushalte während der Pandemie hin zu Wohnimmobilien statt anderer Immobilienformen. Ursache für diese Verschiebung waren die behördlich angeordneten und freiwilligen Mobilitätseinschränkungen, die Verbreitung von mobiler

Arbeit und der Aufbau umfangreicher Ersparnisüberschüsse.<sup>21</sup> Während Schocks in Bezug auf den risikofreien Zinssatz für den jüngsten Rückgang der Wohnimmobilienpreise analog zu vorherigen Zeiträumen nur eine begrenzte Rolle spielten, wurde der Anstieg der Hauspreise im Gegensatz zu vorangegangenen Phasen nun durch Schocks in Bezug auf das Zinsgefälle gedämpft. Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit der zeitlichen Gestaltung der jüngsten geldpolitischen Straffung der EZB. So gab die EZB erstmals Ende 2021 den Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik bekannt, bevor sie die Leitzinsen ab Mitte 2022 an hob.<sup>22</sup> Insgesamt zeigen die Modellergebnisse, dass der Rückgang der Wohnimmobilienpreise in den vorherigen beiden Abschwüngen zwar hauptsächlich auf wohnraumspezifische Nachfrageschocks zurückzuführen war, das jüngste Absinken aber durch unterschiedliche Faktoren gekennzeichnet war – allen voran die anhaltenden Auswirkungen der Pandemie und anderer negativer makroökonomischer Schocks.

## Kasten 2

Wie aufschlussreich ist das Verhältnis zwischen Miet- und Wohnimmobilienpreisen für den Euroraum?

Moreno Roma

Das Asset-Pricing-Modell und das Kapitalnutzungsmodell bieten konzeptionelle Rahmwerke für die Bewertung von Wohnraum. Das erste Modell beruht auf dem Barwert künftiger Mieteinkünfte, das zweite Modell auf den jährlichen Kosten einer Einheit selbst genutzten Wohneigentums. Soweit die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum durch die Mietpreise annähernd bestimmt werden können, können beide Rahmenwerke ein langfristiges theoretisches Verhältnis zwischen den Wohnimmobilien- und den Mietpreisen implizieren.<sup>23</sup> Dementsprechend dürften die Preise für Wohneigentum im Vergleich zu den Mietpreisen hoch sein, wenn unter anderem die Zinsen niedrig sind, eine hohe Wertsteigerung von Wohnimmobilien erwartet wird, der Besitz von Immobilienvermögen mit einer niedrigen Risikoprämie behaftet ist oder die Instandhaltungskosten niedrig sind. Die Hauspreise im Euroraum haben sich in den letzten 25 Jahren im Schnitt mehr als verdoppelt und die Mietpreise deutlich übertroffen. Ausgehend von seinem langfristigen Durchschnitt entwickelte sich das Preis-Miet-Verhältnis bei Wohnimmobilien über längere Zeiträume hinweg nach oben und blieb selbst nach der jüngsten Korrektur der Immobilienpreise über diesem Durchschnitt (siehe Abbildung A).<sup>24</sup> Üblicherweise würde eine derartige Situation auf ein Abwärtsrisiko für den Anstieg der Wohnimmobilienpreise und ein Aufwärtsrisiko für den Anstieg der

<sup>21</sup> Siehe auch EZB, [Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet während der Corona-Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 7/2021; W. Gamber, J. Graham und A. Yadav, *Stuck at home: Housing demand during the COVID-19 pandemic*, Journal of Housing Economics, Bd. 59 (Teil B), 2023.

<sup>22</sup> Dieses Ergebnis ist auch darauf zurückzuführen, dass Schocks in Bezug auf das Zinsgefälle im Schnitt ein wichtigerer Erklärungsfaktor für Immobilienpreisschwankungen sind als Schocks in Bezug auf den risikofreien Zinssatz (wobei für Wohnungsbauinvestitionen das Gegenteil gilt). Dies steht im Einklang damit, dass Schocks durch eine unkonventionelle Geldpolitik eine größere Bedeutung für die Immobilienpreise haben als Schocks durch eine konventionelle Geldpolitik (wobei für die Wertschöpfung im Bausektor das Gegenteil gilt). Dokumentiert wird dies von N. Battistini, M. Falagiarda, A. Hackmann und M. Roma, *Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions*, European Economic Review, Bd. 171, 2025, 104897.

<sup>23</sup> Eine Erörterung findet sich beispielsweise in: Dieckelmann et al., [House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2789, 2023.

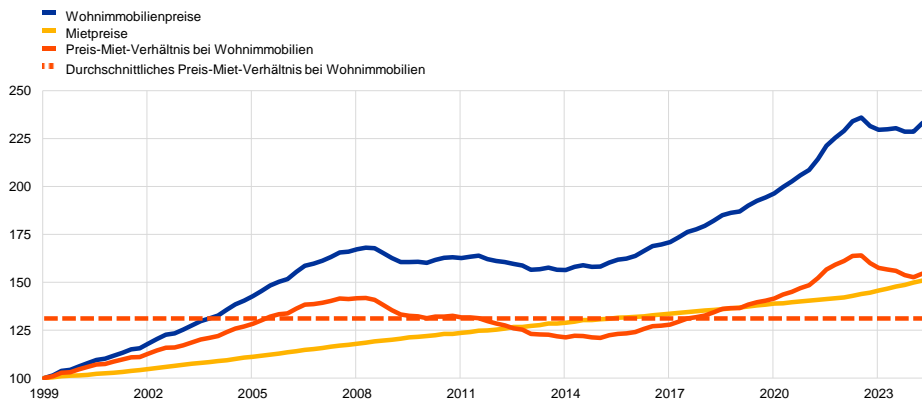
<sup>24</sup> Siehe EZB, [Mietpreisentwicklung bei Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet seit der Krise](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2019. Zu beachten ist, dass die Komponente der tatsächlich gezahlten Mieten im HVPI in erster Linie Mieten für bestehende Verträge und nur teilweise Neuvertragsmieten widerspiegelt, die stärker den Marktkräften ausgesetzt sind und sensibler auf die Lage am Wohnimmobilienmarkt reagieren.

Mietpreise hindeuten, da sie den Schluss nahelegt, dass der Erwerb einer Wohnimmobilie im Vergleich zu einer Anmietung vergleichsweise teuer ist und die privaten Haushalte ihre jeweilige Nachfrage anpassen.

### Abbildung A

#### Wohnimmobilienpreise, Mietpreise und Preis-Miet-Verhältnis bei Wohnimmobilien im Euroraum

(Index: 1999 = 100)



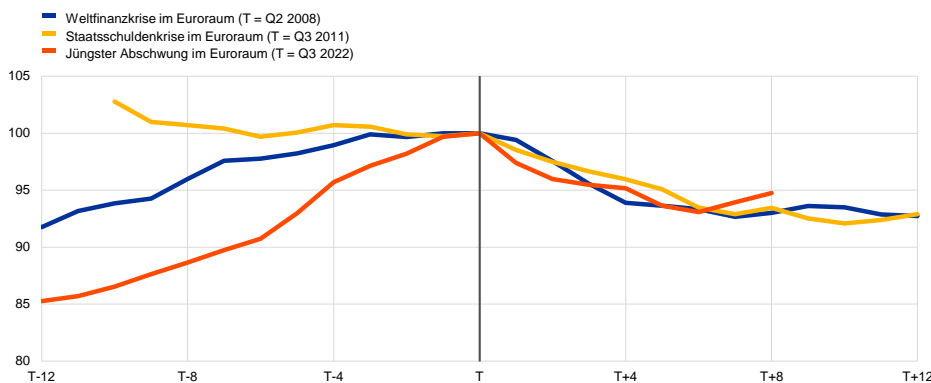
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen

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

### Abbildung B

#### Preis-Miet-Verhältnis bei Wohnimmobilien im Euroraum in Boom-Bust-Zyklen

(Index: Höchststand (T) = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen

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

Das Ausmaß, in dem das Preis-Miet-Verhältnis bei Wohnimmobilien nach Erreichen eines Höchststands der Wohnimmobilienpreise zurückgeht, ist über Boom-Bust-Immobilienpreiszyklen weitgehend vergleichbar. Dies gilt auch für den jüngsten Immobilienpreiszyklus, auch wenn dieses Verhältnis im Vorfeld des Höchststandes wesentlich stärker anstieg als in den Zyklen der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise, da sich die Preise für Wohnimmobilien bis Mitte 2022 beträchtlich und anhaltend erhöht hatten (siehe Abbildung B). Dies steht im Einklang mit der längeren Phase außergewöhnlich niedriger Zinsen, der Erwartung höherer Immobilienpreise (wohl ausgelöst durch anhaltende Anstiege dieser Preise) oder einer niedrigeren Risikoprämie für das Halten von Immobilienvermögen in Zeiten, in denen viele Transaktionen erfolgten und der Entschluss, sich an eine Immobilie zu binden statt durch eine Anmietung flexibel zu bleiben, durch die Möglichkeiten, von zu Hause aus zu arbeiten, erleichtert wurde.

Neben wirtschaftlichen und finanziellen Erwägungen ist die Entscheidung, Wohnraum zu mieten oder zu kaufen, auch mit individuellen Präferenzen verbunden. Laut der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES) war „der Wunsch, Wohnraum zu besitzen statt anzumieten“ der drittichtigste Grund für einen Umzug im Zeitraum von Februar 2023 bis Februar 2024.<sup>25</sup> Der Gesamtanteil der privaten Haushalte im Euroraum, die eine Immobilie anmieten, hat sich seit 2020 um rund 1 Prozentpunkt auf nahezu 35 % im Jahr 2023 erhöht. Eine derartige Entwicklung kann viele Ursachen haben und auch auf länderspezifische Motive zurückzuführen sein. So können ein begrenztes Wohnraumangebot, verschärfte Finanzierungsbedingungen oder ein eingeschränkter Zugang zu Krediten den Immobilienerwerb erschweren und private Haushalte dazu bewegen, Wohnraum anzumieten. Überdies wird die Anmietung von Wohnraum möglicherweise durch die Regulierung des Mietmarktes und den Mieterschutz zur bevorzugten Option.<sup>26</sup> Aufgrund der regulierungsbedingten Starrheit der Mieten und der Tatsache, dass die Mietpreise im HVPI in erster Linie bestehende Mietverträge abdecken, ist Vorsicht dabei geboten, das Preis-Miet-Verhältnis bei Wohnimmobilien als eindeutige Messgröße und Indikator für die Beurteilung heranzuziehen, ob eine Anpassung der Immobilienpreise erforderlich ist. Untermuert wird dies durch einen neuen Mietpreisindikator auf Basis der CES-Umfrage der EZB. Dieser zeigt, dass für die Dynamik der Mietpreise in letzter Zeit verstärkt die jüngst beobachtete Entwicklung hin zu Wohnungsanmietungen maßgeblich war (siehe hierzu Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht).

In dieser Hinsicht stellen die tatsächlichen Kosten für den Erwerb und Erhalt einer Immobilie, wie sie im Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum von Eurostat (OOHPI) zusammengefasst werden, eine weitere nützliche Messgröße zur Bewertung von Immobilienpreisen dar. Während das Preis-Miet-Verhältnis bei Wohnimmobilien weiterhin deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt liegt, stieg das Preis-OOHPI-Verhältnis bei Wohnimmobilien zunächst weniger stark an. Es verringerte sich während des jüngsten Immobilienpreiserückgangs jedoch deutlich, da der OOHPI nach wie vor sich abschwächende, aber positive Wachstumsraten aufwies (siehe Abbildung C). Die jüngste große Diskrepanz zwischen den beiden Verhältnissen lässt sich erklären, wenn der OOHPI in seine Komponenten Erwerb und Instandhaltung zerlegt wird. Diese zeigen, dass sich die Kosten für größere Reparatur- und Instandhaltungsarbeiten für Immobilieneigentum (abgesehen von den Erwerbskosten) dynamischer entwickelt haben als die Mietpreise. Dies stützt die Auffassung, dass der Mietpreisindex, in dem sich ein hoher Anteil auf bestehende Mietverträge (mit einer potenziell langen Vertragsdauer) bezieht, nicht unbedingt eine gute Referenzgröße darstellt, wenn beurteilt werden soll, ob die Immobilienpreise den fundamentalen Bedingungen in Echtzeit entsprechen.

---

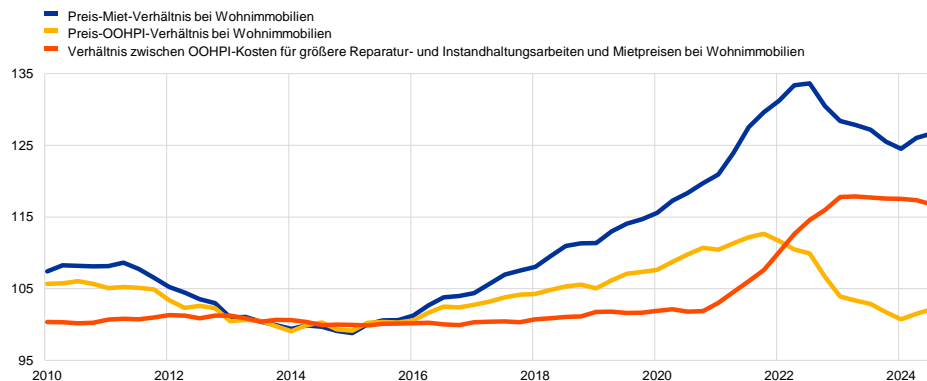
<sup>25</sup> Etwa ein Viertel der umgezogenen privaten Haushalte nannte den „Wunsch, Wohnraum zu besitzen statt anzumieten“. Der erste Grund war der „Wunsch zur Verbesserung der Lebensbedingungen“ und der zweite Grund der „Wunsch zur Senkung der Wohnkosten“. Weitere Einzelheiten finden sich in Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

<sup>26</sup> Siehe hierzu beispielsweise J. Castellanos, A. Hannon und G. Paz-Pardo, [The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2977, 2024. Darin wird aufgezeigt, dass ein Schock, durch den der Kreditzugang potenzieller Hypothekenschuldner einschränkt wird, zu höheren Mieten, niedrigeren Immobilienpreisen und geringeren Wohneigentumsquoten führt.

## Abbildung C

### Verhältnisse zwischen Immobilien- und Mietpreisen und Wohnkosten im Euroraum

(Index: 2015 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zum Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum sind von 2010 bis zum dritten Quartal 2024 verfügbar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

## 4 Schlussbemerkungen

### **Die neuesten Daten bestätigen, dass der jüngste Rückgang der Wohnimmobilienpreise im Vergleich zu vorangegangenen Abschwungphasen vergleichsweise mild ausfiel.**

Im dritten Quartal 2024 lagen die Preise für Wohneigentum im Euroraum wieder über dem früheren Höchststand von 2022. Obwohl die geschätzten Bewertungen von Wohnimmobilien mit Unsicherheit behaftet sind, lassen die aktuellen Daten erkennen, dass im Zuge des vergleichsweise milden und kurzlebigen Rückgangs der Immobilienpreise eine geringere Anpassung der Überbewertungen erfolgte als in den Zyklen der Weltfinanzkrise und der Staatsschuldenkrise, obschon diese Anpassung bei Messgrößen, die von den realen Immobilienpreisen abgeleitet werden, deutlicher ausfiel. Ein Grund für die geringere Anpassung liegt darin, dass der Rückgang der Immobilienpreise nur in einigen wenigen Ländern verzeichnet wurde und deswegen nicht die gleichen Merkmale aufwies wie eine ausgewachsene Rezession in früheren Zeiträumen. Die einkommensspezifischen Fundamentaldaten blieben indes im jüngsten Wohnimmobilienpreiszyklus robust. In dieser Hinsicht kam dieser Zyklus einem geordneten Nachlassen des zusätzlichen Anstiegs der Preise für Wohnimmobilien gleich, der während der Pandemie beobachtet wurde.

### **Obwohl es bei einem vergleichsweise flachen Rückgang der Immobilienpreise nicht zu negativen Folgen für die Bilanzen der privaten Haushalte und der Banken kommt, liegen die Immobilienpreise nach wie vor auf einem hohen Niveau.**

Dies hat sich negativ auf die Finanzierbarkeit von Wohnraum ausgewirkt, auch wenn die Geldpolitik mittlerweile gelockert wurde. Hohe Baukosten und Kaufpreise für Wohnimmobilien verhindern aktuell, dass am Wohnimmobilienmarkt ein zusätzliches Angebot entsteht, was auch für Knappheit am Mietmarkt sorgt. Angesichts der Angebotsbeschränkungen und der weiterhin robusten Fundamentaldaten zur Nachfrage könnte sich der Aufwärtstrend der



Wohnimmobilienpreise durchaus fortsetzen, auch wenn dies für die Wirtschaft insgesamt möglicherweise keine ganz unbedenkliche Entwicklung darstellt.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

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

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

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

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

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

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 Sept.	.	.	.	.	.	.	5,3	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6	
Okt.	.	.	.	.	.	.	4,7	5,2	2,5	2,2	3,0	0,6	2,2	
Nov.	.	.	.	.	.	.	4,4	5,1	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7	
Dez.	.	.	.	.	.	.	4,5	5,0	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0	
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	4,5	4,9	2,7	2,6	2,9	0,2	2,2	
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	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 <sup>1)</sup>			
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer	
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,1	4,6	1,8
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-3,9	2,6
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	2,6	3,5	1,8	
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,7	-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	53,4	48,4	1,2	1,9	0,6	
Q4	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	0,5	1,4	
2024 Sept.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,1	52,9	47,5	1,2	1,9	0,6	
Okt.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,4	1,2	1,6	
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,7	0,6	0,8	
Dez.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	1,0	0,5	1,4	
2025 Jan.	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	.	.	.	
Febr.	.	50,4	50,5	.	.	50,2	51,5	.	49,6	.	.	.	

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins-gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					Zusammen	Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	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>												
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
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<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
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
Q4	0,9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
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	-	-
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<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	-	-
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	-	-
Q4	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
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
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
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
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
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
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
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	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
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 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
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
2024	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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
2024	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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
Q4	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<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
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<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 <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Erwerbs- perso- nen		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		
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
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6
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
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5
2024 Aug.	-	-	10,855	6,3	-	8,496	5,4	2,359	14,8	5,632	6,1	5,223	6,5	-
Sept.	-	-	10,839	6,3	-	8,486	5,4	2,352	14,7	5,610	6,1	5,229	6,5	-
Okt.	-	-	10,733	6,2	-	8,424	5,4	2,309	14,5	5,530	6,0	5,203	6,5	-
Nov.	-	-	10,637	6,2	-	8,352	5,3	2,285	14,4	5,487	6,0	5,150	6,4	-
Dez.	-	-	10,697	6,2	-	8,437	5,4	2,260	14,2	5,511	6,0	5,186	6,4	-
2025 Jan.	-	-	10,655	6,2	-	8,392	5,3	2,263	14,1	5,500	6,0	5,155	6,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nicht saisonbereinigt.

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

### 2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor <sup>1)</sup>	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- 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	2,5	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,3	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-2,9	-3,2	-4,0	-4,9	0,1	-0,1	-0,9	1,0	0,2	1,6	1,0	.	-0,1
2024 Q1	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,6	-1,7	-0,3	0,0	-0,4	0,3	-0,6	2,1	5,3
Q2	-3,8	-4,1	-5,5	-6,2	0,7	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7	1,3	2,3
Q3	-1,6	-1,9	-3,7	-3,6	2,5	1,7	-1,9	2,0	0,5	2,8	2,6	0,9	-8,7
Q4	-1,6	-1,7	-2,6	-4,3	3,0	0,1	0,0	1,8	0,6	2,7	1,2	.	-1,6
2024 Aug.	-0,4	-0,7	-2,5	-0,5	1,1	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,2	1,0	-11,5
Sept.	-2,1	-2,4	-4,0	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,2	0,1	5,6	2,4	1,0	-6,3
Okt.	-1,0	-1,0	-3,1	-2,0	2,7	-0,3	-0,5	2,1	0,8	3,1	1,3	1,5	-4,0
Nov.	-1,8	-2,0	-2,4	-3,0	0,0	0,0	0,3	1,6	0,8	2,0	1,1	2,0	0,3
Dez.	-2,0	-2,4	-2,4	-8,1	7,0	0,5	-0,1	1,9	0,2	3,1	1,2	.	-1,1
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,4
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2024 Aug.	1,2	1,0	0,0	3,0	-0,2	0,3	0,3	1,0	0,9	1,3	1,4	0,3	-0,1
Sept.	-1,5	-1,4	-1,5	-3,9	1,9	-1,0	-0,4	0,6	-0,5	1,3	-0,7	-0,1	4,0
Okt.	0,2	0,1	0,3	1,7	-2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,1	-0,6	-0,2	0,3	-0,4
Nov.	0,4	0,6	0,5	0,2	0,0	2,1	0,6	0,0	-0,1	-0,4	0,7	0,3	3,9
Dez.	-1,1	-1,8	-1,9	-2,6	4,5	0,5	0,0	-0,2	-0,7	0,3	0,2	.	-1,9
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,2

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	80,6	-11,1	-12,7	-6,7	6,0	.	.	.	.	.
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	.	.	.	.
2023	96,4	-5,8	80,9	-17,4	-1,2	-4,1	6,8	90,4	.	.	.	.
2024	95,9	-10,8	78,5	-14,1	-4,5	-6,9	6,5	90,2	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 Q2	96,0	-10,3	79,0	-14,3	-5,2	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,3	-10,7	78,3	-13,1	-5,0	-8,5	6,2	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	95,1	-12,8	77,4	-13,6	-3,8	-5,6	6,1	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 Q1	.	.	77,2	.	.	.	.	90,3	.	.	.	.
2024 Sept.	96,4	-11,1	.	-13,0	-4,5	-8,4	7,0	.	45,0	44,9	51,4	49,6
Okt.	95,7	-12,9	77,4	-12,5	-3,8	-7,3	6,9	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,8	-11,4	.	-13,8	-3,7	-4,7	5,4	.	45,2	45,1	49,5	48,3
Dez.	93,8	-14,0	.	-14,5	-3,9	-4,8	5,9	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Jan.	95,3	-12,7	77,2	-14,2	-3,0	-5,3	6,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Febr.	96,3	-11,4	.	-13,6	-3,5	-5,3	6,2	.	47,6	48,9	50,6	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 <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (brutto)	Schuldenquote <sup>1)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,3	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 <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
Q4	1 455,1	1 362,3	92,7	722,8	623,1	366,8	323,1	320,6	324,5	44,8	91,7	31,5	20,9
2024 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.	480,2	450,9	29,3	235,7	204,2	120,0	105,5	108,8	110,8	15,6	30,4	6,6	4,1
Nov.	486,3	461,2	25,1	244,0	209,1	120,8	109,6	106,2	112,4	15,3	30,1	5,8	4,6
Dez.	488,7	450,3	38,4	243,1	209,7	126,1	108,0	105,6	101,3	13,9	31,3	19,1	12,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 Dez.	5 852,6	5 433,6	419,1	2 849,4	2 459,5	1 492,8	1 330,5	1 323,1	1 291,2	187,3	352,4	96,2	90,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 Dez.	39,0	36,2	2,8	19,0	16,4	9,9	8,9	8,8	8,6	1,2	2,3	0,6	0,6

1) Nicht saisonbereinigt.

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

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2024 Q1	-2,8	-12,0	713,0	336,9	143,3	219,1	589,1	655,1	372,0	105,9	158,9	467,6	75,7
Q2	1,7	-4,4	716,9	338,5	137,2	224,2	592,4	672,6	384,6	109,5	162,7	481,1	78,9
Q3	2,2	0,4	710,8	338,3	136,6	218,7	589,8	675,1	380,4	111,9	164,8	490,3	75,0
Q4	1,3	2,0	715,7	.	.	.	592,5	680,8	.	.	.	488,2	.
2024 Juli	9,1	3,7	236,9	112,8	45,2	73,4	195,4	224,0	127,4	37,5	54,3	161,8	26,7
Aug.	-2,7	-1,7	237,3	113,2	45,2	73,7	197,1	227,9	128,0	37,4	55,7	164,8	26,0
Sept.	0,2	-1,0	236,6	112,3	46,1	71,5	197,3	223,2	125,1	37,0	54,8	163,8	22,3
Okt.	2,4	3,1	233,5	110,4	44,1	73,2	195,1	226,5	126,9	35,9	56,8	164,3	24,1
Nov.	-1,4	-0,7	241,4	112,1	47,6	75,3	199,7	228,1	127,4	37,3	56,7	164,0	23,5
Dez.	3,1	3,8	240,8	.	.	.	197,7	226,2	.	.	.	160,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q4	-3,6	-8,3	94,5	92,0	93,8	101,2	93,4	102,9	100,7	101,9	108,0	104,0	164,9
2024 Q1	-3,6	-6,8	95,1	92,9	91,6	103,1	93,7	101,4	99,6	98,7	106,6	101,2	164,4
Q2	-1,0	-4,2	93,9	92,0	87,0	103,6	92,4	102,6	100,7	102,1	107,6	102,9	169,0
Q3	-0,5	-0,9	92,7	91,2	85,5	101,6	91,5	102,9	100,5	104,1	108,3	104,5	164,8
2024 Juni	-8,9	-9,3	93,0	90,8	86,0	102,8	91,6	101,9	99,2	102,4	106,9	102,4	162,1
Juli	5,4	1,0	92,0	91,4	84,4	100,7	90,5	101,9	99,8	103,4	106,3	103,1	161,8
Aug.	-5,0	-3,4	93,8	91,5	85,4	104,6	93,0	103,9	101,4	105,2	110,2	105,6	168,6
Sept.	-2,1	-0,2	92,2	90,6	86,7	99,4	91,2	102,9	100,5	103,8	108,4	104,9	164,0
Okt.	-0,5	4,0	90,8	88,9	83,1	100,0	90,2	104,0	101,6	98,7	111,7	105,2	169,3
Nov.	-4,2	-0,9	93,8	89,7	87,6	105,0	92,7	104,3	101,5	101,3	111,2	104,2	171,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Administrierte Preise	
	Index: 2015 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Ins-gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel											1
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5	
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	0,8	0,0	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	-0,4	0,0	-0,5	1,1	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	0,7	2,0	4,3	
2024 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	0,1	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	
2025 Jan.	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,3	
Febr. <sup>3)</sup>	127,3	2,4	2,6	.	3,7	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,3	0,3	.	.	

	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 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
2025 Jan.	2,3	2,6	1,4	0,9	0,5	1,9	3,3	2,9	4,4	-1,9	4,6	4,1
Febr. <sup>3)</sup>	2,7	2,6	3,1	.	0,6	0,2	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2016).

3) Schnellschätzung.

### 3 Preise und Kosten

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,1
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,3	.	.
2024 Q1	124,9	-7,9	-1,6	-1,3	-5,3	2,1	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
Q2	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	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	1,8	2,6	.
Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,5	1,2	-6,0	1,2	.	.
2024 Aug.	124,8	-2,3	-0,7	0,3	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-
Sept.	124,1	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-
Okt.	124,6	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,1	1,3	1,3	-11,2	-	-	-
Nov.	126,7	-1,2	-0,1	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,6	1,1	-5,0	-	-	-
Dez.	127,3	0,1	0,4	1,0	0,0	1,4	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-
2025 Jan.	128,3	1,8	1,0	1,3	0,5	1,6	2,2	1,4	1,6	3,5	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baupreisindex für neue 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 <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	19,3	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	13,5	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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,4	22,9	11,8	17,7	21,7	12,8
2024 Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,3	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.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,0	12,0	17,9	21,7	13,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	21,2	31,1	11,2	22,2	30,4	12,3
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,8	34,7	10,7	23,6	33,7	11,6

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	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,6	19,3	14,7	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,2	14,5	4,3	54,9	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 Q1	4,5	16,5	16,7	5,9	64,4	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	5,9	13,9	14,5	4,1	56,6	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,4	13,1	13,2	2,5	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
Q4	7,2	13,4	13,6	4,7	48,5	49,1	58,0	48,2	53,3
2024 Sept.	6,3	11,6	13,0	2,9	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Okt.	6,7	12,2	14,0	2,8	46,4	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,2	13,9	12,4	5,0	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3
Dez.	7,6	14,2	14,5	6,3	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Jan.	8,8	16,8	15,7	6,4	51,3	52,0	60,8	50,0	53,9
Febr.	9,8	15,9	12,7	3,9	49,6	52,2	60,8	49,8	54,7

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

### 3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
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
2024	115,8	4,7	4,7	4,6	4,7	5,0	4,5
2024 Q1	108,5	5,4	5,5	5,1	5,1	6,0	4,8
Q2	120,0	5,2	5,0	5,8	5,0	5,7	3,6
Q3	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4
Q4	122,8	3,7	4,1	2,6	4,1	4,0	4,1

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
<b>Lohnstückkosten</b>												
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
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
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
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
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
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
Q4	104,8	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
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
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
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 <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	SOFR 6	TONAR 7
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 Sept.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
Okt.	3,34	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
2025 Jan.	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
Febr.	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

### 4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
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 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
2025 Jan.	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
Febr.	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

### 4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
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 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
2025 Jan.	523,1	5 098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1 024,4	1 103,1	380,9	334,7	859,5	5 979,5	39 298,0
Febr.	553,7	5 420,0	1 008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1 084,2	1 154,8	387,0	364,1	901,7	6 038,7	38 735,3

Quelle: LSEG.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 Febr.	0,38	1,71	3,18	3,07	8,19	16,85	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	16,95	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	16,98	8,03	7,85	8,57	5,20	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	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
Juli	0,38	1,74	3,01	2,77	8,15	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	5,03	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	8,06	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	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
Dez.	0,35	1,74	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,16	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 Jan.	0,34	1,72	2,33	2,42	7,80	16,76	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 Febr.	0,90	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	5,07
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	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
Dez.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,48	4,14	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 Jan.	0,76	2,66	2,61	4,48	4,33	4,60	4,82	4,34	4,02	3,73	4,18	3,88	3,62	4,24

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 <sup>1)</sup>							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten		
			Insgesamt	FMKGs				Insgesamt						FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2022	1 385,9	482,3	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	1 570,5	619,5	162,6	69,3	86,6	701,8	659,1	501,4	210,8	114,1	39,8	49,1	127,5	103,8	
2024	1 565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	468,9	179,6	115,3	44,8	39,2	134,7	108,2	
2024 Aug.	1 587,7	575,0	194,5	68,8	94,1	724,1	659,5	448,3	189,7	104,4	42,9	30,4	123,8	101,3	
Sept.	1 589,0	603,9	196,0	71,8	83,4	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4	
Okt.	1 564,4	577,0	184,8	66,4	84,7	717,9	656,0	472,5	157,1	128,9	44,7	39,6	146,9	126,5	
Nov.	1 568,5	575,3	189,0	68,6	79,9	724,4	665,7	478,8	187,3	119,9	48,5	31,9	139,7	125,8	
Dez.	1 565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	432,9	161,8	122,5	51,4	28,9	119,6	91,5	
2025 Jan.	1 539,8	580,4	178,5	64,7	78,4	702,5	637,1	585,3	262,4	141,4	52,3	40,8	140,8	118,1	
<b>Langfristig</b>															
2022	17 698,1	3 896,7	3 098,9	1 323,2	1 429,7	9 272,9	8 560,9	291,8	76,5	67,7	28,2	17,1	130,4	121,0	
2023	19 326,3	4 437,6	3 238,7	1 318,6	1 543,8	10 106,1	9 366,3	319,9	93,1	67,1	25,6	21,4	138,4	129,9	
2024	20 477,7	4 769,9	3 554,9	1 354,7	1 643,0	10 509,9	9 738,2	349,8	89,6	87,3	25,0	27,0	145,8	135,2	
2024 Aug.	20 122,7	4 675,0	3 419,5	1 315,6	1 597,8	10 430,4	9 662,6	210,3	42,4	55,7	17,3	10,5	101,7	97,1	
Sept.	20 415,1	4 731,0	3 454,7	1 318,7	1 626,4	10 603,0	9 824,2	378,6	86,4	99,3	33,3	39,8	153,1	143,2	
Okt.	20 343,7	4 746,6	3 471,3	1 326,1	1 626,2	10 499,7	9 722,4	364,6	88,5	95,4	27,4	25,0	155,8	145,6	
Nov.	20 679,1	4 792,8	3 534,3	1 340,7	1 656,1	10 695,9	9 915,1	317,3	68,3	94,9	32,6	27,9	126,3	119,6	
Dez.	20 477,7	4 769,9	3 554,9	1 354,7	1 643,0	10 509,9	9 738,2	255,0	69,7	96,0	35,7	18,6	70,8	64,7	
2025 Jan.	20 695,9	4 840,2	3 565,2	1 340,0	1 659,2	10 631,3	9 848,9	483,9	164,5	77,7	16,6	29,7	212,0	188,4	

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		
<b>Umlauf</b>												
2022	19 084,0	4 379,0	3 240,4	1 374,4	1 524,7	9 939,9	9 182,6	8 704,0	525,2	1 289,8	6 888,4	
2023	20 896,8	5 057,1	3 401,4	1 387,9	1 630,4	10 807,9	10 025,4	9 675,7	619,8	1 418,8	7 636,6	
2024	22 043,0	5 335,5	3 742,6	1 423,7	1 713,8	11 251,0	10 412,8	10 169,2	751,2	1 591,3	7 826,3	
2024 Aug.	21 710,4	5 249,9	3 614,1	1 384,4	1 691,9	11 154,5	10 322,1	10 246,1	724,0	1 563,9	7 957,8	
Sept.	22 004,1	5 334,9	3 650,7	1 390,5	1 709,7	11 308,8	10 466,6	10 410,0	746,7	1 570,1	8 092,7	
Okt.	21 908,2	5 323,6	3 656,1	1 392,5	1 710,8	11 217,6	10 378,4	10 096,3	751,1	1 556,1	7 788,7	
Nov.	22 247,6	5 368,1	3 723,3	1 409,3	1 735,9	11 420,3	10 580,8	10 176,1	723,0	1 589,3	7 863,5	
Dez.	22 043,0	5 335,5	3 742,6	1 423,7	1 713,8	11 251,0	10 412,8	10 169,2	751,2	1 591,3	7 826,3	
2025 Jan.	22 235,7	5 420,6	3 743,6	1 404,8	1 737,6	11 333,8	10 486,1	10 855,5	829,9	1 685,0	8 340,2	
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>												
2024 Juni	4,9	7,6	3,7	-2,1	3,9	4,3	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3	
Juli	4,5	5,7	4,0	-2,3	3,1	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,7	0,0	
Aug.	4,6	5,3	4,5	-1,6	3,6	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,7	0,0	
Sept.	4,7	6,2	4,6	-1,3	3,7	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,6	0,1	
Okt.	4,7	5,7	4,1	-1,7	3,8	4,7	4,5	0,2	-2,2	-0,6	0,6	
Nov.	4,5	4,5	5,4	0,0	3,6	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6	
Dez.	4,4	3,9	6,1	0,7	3,0	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,7	0,5	
2025 Jan.	4,3	3,4	4,5	-1,3	3,5	4,7	4,6	0,1	-2,3	-0,7	0,5	

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2022	95,3	90,8	93,6	84,4	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,9	66,7	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	98,2	.	.	.	124,1	95,1
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,6	68,1	87,7	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,6	67,7	87,9	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,8	90,0	67,1	88,1	125,1	95,6
Q4	97,6	93,7	97,3	.	.	.	123,6	94,2
2024 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	97,2	-	-	-	123,5	94,2
Dez.	96,9	93,0	96,7	-	-	-	122,7	93,5
2025 Jan.	96,7	93,0	96,4	-	-	-	122,3	93,4
Febr.	96,3	92,8	96,1	-	-	-	121,8	93,0
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2025 Febr.	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2025 Febr.	-1,9	-1,5	-2,0	-	-	-	-1,2	-2,0

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 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
2025 Jan.	7,556	.	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Febr.	7,575	.	25,077	7,459	403,128	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2025 Febr.	0,3	.	-0,3	0,0	-2,1	-2,4	-1,8	-1,0	0,0	-2,0	0,0	0,6
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2025 Febr.	-2,4	.	-0,6	0,1	3,9	-2,0	-3,5	-2,8	0,0	0,0	-0,5	-3,5

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2023 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
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2024 Q3	230,2	222,7	7,4	81,1	64,9	92,3	105,9	0,0	48,0	52,0	8,8	111,2
<b>Transaktionen</b>												
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	-
Q7	-13,1	-112,9	99,8	-28,0	-16,7	152,0	141,2	20,6	-161,5	-237,4	3,9	-
2024 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	49,7	36,6	11,9	7,7	69,5	41,7	20,2	-15,1	0,3	-0,2	-
Nov.	165,8	152,3	13,5	6,8	1,5	38,6	61,7	-1,8	120,9	89,2	1,3	-
Dez.	-265,2	-315,0	49,8	-46,7	-25,9	43,9	37,9	2,2	-267,3	-326,9	2,7	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2024 Dez.	1 147,7	666,5	481,2	74,0	-101,9	663,7	811,2	42,6	362,6	-42,9	4,8	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2024 Dez.	7,6	4,4	3,2	0,5	-0,7	4,4	5,4	0,3	2,4	-0,3	0,0	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	M3											Insgesamt
	M1			M2			Zusammen	M3-M2				
	Bargeldumlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Zusammen		Repogeschäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>												
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	49,7	819,0	16 048,2
2023	1 536,2	8 809,4	10 345,6	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 100,2	184,9	739,7	70,8	995,3	16 095,5
2024	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	869,4	27,8	1 150,5	16 726,2
2024 Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,0	2 427,5	4 867,6	15 133,8	193,9	787,0	72,9	1 053,8	16 187,6
Q2	1 533,9	8 796,3	10 330,3	2 536,0	2 422,7	4 958,7	15 288,9	211,2	815,9	59,2	1 086,3	16 375,2
Q3	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,7	47,4	1 144,2	16 543,9
Q4 <sup>(p)</sup>	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	869,4	27,8	1 150,5	16 726,2
2024 Aug.	1 538,8	8 794,5	10 333,2	2 558,5	2 423,8	4 982,3	15 315,5	243,1	839,9	52,2	1 135,2	16 450,7
Sept.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,8	238,1	858,7	47,4	1 144,2	16 543,9
Okt.	1 545,6	8 892,8	10 438,3	2 555,8	2 427,7	4 983,5	15 421,8	249,7	854,5	50,5	1 154,7	16 576,6
Nov.	1 550,9	8 996,8	10 547,7	2 560,0	2 433,8	4 993,7	15 541,4	245,6	858,1	39,3	1 143,0	16 684,4
Dez.	1 556,9	9 021,5	10 578,4	2 528,2	2 469,1	4 997,3	15 575,7	253,4	869,4	27,8	1 150,5	16 726,2
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	1 555,8	9 043,3	10 599,1	2 511,8	2 471,9	4 983,8	15 582,9	267,7	856,9	47,4	1 172,0	16 754,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
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	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	167,9	189,2	201,1	9,0	210,1	399,2	75,7	119,2	-38,6	156,4	555,6
2024 Q1	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	47,1	7,2	65,3	92,8
Q2	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,9	-13,3	29,4	159,3
Q3	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	38,8	-10,9	56,1	149,9
Q4 <sup>(p)</sup>	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,1	19,7	7,4	-21,6	5,5	153,6
2024 Aug.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,2	11,4	-5,8	22,8	66,2
Sept.	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	17,4	-3,4	9,3	97,3
Okt.	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-5,2	3,3	8,7	21,3
Nov.	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	2,8	-14,1	-16,7	90,5
Dez.	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	9,9	-10,8	13,6	41,8
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	-1,1	22,2	21,1	-16,1	1,8	-14,3	6,8	18,8	-13,7	19,8	24,9	31,7
<b>Wachstumsraten</b>												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	458,3	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,4	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,8	20,8	0,9
Q2	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-29,5	18,9	2,3
Q3	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2
Q4 <sup>(p)</sup>	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2024 Aug.	0,3	-2,4	-2,0	26,2	-2,3	10,4	1,7	79,1	19,2	-37,4	22,8	2,9
Sept.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2
Okt.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-37,2	20,1	3,4
Nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	17,7	-48,3	17,0	3,8
Dez.	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	12,3	-43,7	14,7	3,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
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	3 334,1	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	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2024 Q1	3 337,5	2 381,4	817,7	127,5	10,9	8 455,8	5 056,9	1 133,0	2 264,9	1,0	1 244,8	223,0	540,4
Q2	3 381,9	2 410,2	833,8	127,1	10,8	8 529,1	5 062,8	1 203,4	2 261,6	1,3	1 299,7	221,8	533,8
Q3	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,7	230,1	550,8
Q4 <sup>(p)</sup>	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2024 Aug.	3 363,8	2 396,1	831,9	126,0	9,7	8 589,5	5 091,2	1 232,9	2 264,4	1,0	1 305,1	218,0	543,5
Sept.	3 364,9	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,7	5 091,3	1 260,2	2 266,2	1,0	1 331,7	230,1	550,8
Okt.	3 378,3	2 422,2	815,9	127,5	12,7	8 658,5	5 122,5	1 267,6	2 267,3	0,9	1 319,9	220,5	548,7
Nov.	3 408,8	2 453,8	812,1	129,8	13,2	8 699,3	5 165,8	1 261,5	2 271,2	0,8	1 335,1	229,4	563,5
Dez.	3 430,7	2 500,8	791,9	133,7	4,3	8 756,4	5 199,1	1 254,3	2 301,5	1,5	1 304,8	232,1	548,2
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	3 431,5	2 473,3	809,4	136,0	12,8	8 751,6	5 203,1	1 245,4	2 301,8	1,3	1 330,6	229,9	551,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
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	-31,6	-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	94,5	75,9	15,6	2,9	0,1	297,5	55,7	233,6	8,2	0,1	54,5	4,0	3,2
2024 Q1	2,1	-40,1	45,1	-3,2	0,3	31,5	-54,8	115,1	-28,4	-0,4	20,6	-4,6	-1,9
Q2	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
Q3	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
Q4 <sup>(p)</sup>	61,4	88,9	-35,1	8,1	-0,5	132,9	106,7	-9,6	35,2	0,5	-39,0	0,7	-3,4
2024 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	9,0	-8,0	-0,5	1,3	30,5	1,0	27,7	1,8	0,0	28,5	12,6	6,8
Okt.	9,5	15,0	-9,0	1,9	1,6	37,5	29,7	6,8	1,1	0,0	-14,9	-10,0	-2,6
Nov.	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,7	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
Dez.	25,6	44,9	-20,9	3,9	-2,3	56,8	33,4	-7,7	30,3	0,8	-32,7	2,3	-15,3
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	0,8	-27,5	17,5	2,3	8,5	-5,7	4,1	-8,9	-0,7	-0,2	30,8	-2,2	3,1
<b>Wachstumsraten</b>													
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	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,4	38,9	0,8	-7,1	101,7	-4,7	11,9	1,3	-2,2	-6,0
Q2	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-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	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Q4 <sup>(p)</sup>	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Aug.	1,8	-1,9	15,5	-4,0	10,4	2,3	-3,3	51,9	-2,2	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sept.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Okt.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,3	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
Nov.	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
Dez.	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	3,1	3,5	0,4	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	2,9	3,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
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	15 492,9	13 033,8	13 253,1	5 123,2	6 648,1	1 124,5	138,0	1 560,7	898,4
2024	6 259,1	988,5	5 244,7	15 762,4	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	937,5
2024 Q1	6 219,2	976,6	5 217,1	15 546,1	13 046,8	13 278,2	5 116,5	6 641,9	1 151,2	137,2	1 569,2	930,1
Q2	6 195,6	978,6	5 191,2	15 572,4	13 101,2	13 339,7	5 130,7	6 644,8	1 194,9	130,9	1 553,8	917,3
Q3	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	13 377,8	5 140,2	6 661,4	1 209,2	132,8	1 561,0	928,7
Q4	6 259,1	988,5	5 244,7	15 762,4	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	937,5
2024 Aug.	6 234,3	976,8	5 231,8	15 614,7	13 133,2	13 366,9	5 137,1	6 655,4	1 207,4	133,3	1 556,2	925,3
Sept.	6 255,2	975,4	5 254,1	15 633,3	13 143,6	13 377,8	5 140,2	6 661,4	1 209,2	132,8	1 561,0	928,7
Okt.	6 246,0	986,6	5 233,6	15 668,5	13 166,0	13 415,8	5 144,3	6 660,6	1 225,4	135,7	1 573,0	929,6
Nov.	6 276,4	990,4	5 260,2	15 686,4	13 179,3	13 419,7	5 149,8	6 673,8	1 221,2	134,5	1 576,0	931,1
Dez.	6 259,1	988,5	5 244,7	15 762,4	13 246,4	13 501,8	5 183,1	6 677,1	1 246,2	140,0	1 578,5	937,5
2025 Jan.	6 306,9	996,4	5 284,6	15 808,8	13 281,6	13 527,7	5 194,6	6 696,4	1 253,9	136,8	1 577,0	950,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
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	-161,1	-17,4	-144,0	65,2	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-4,6	45,4
2024	-63,1	-1,4	-62,2	269,6	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	31,7
2024 Q1	-61,8	-11,6	-50,4	61,6	31,1	44,6	-2,2	-2,7	36,8	-0,8	8,6	22,0
Q2	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,8	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
Q3	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
Q4	5,9	11,0	-5,2	121,5	100,3	125,2	43,9	22,3	27,2	6,9	12,0	9,2
2024 Aug.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,2	15,9	12,8	10,7	-9,5	1,2	9,6	-1,3
Sept.	-5,1	-1,6	-3,6	21,3	15,5	14,6	5,4	7,7	2,8	-0,4	3,7	2,0
Okt.	6,9	8,6	-1,7	36,5	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	2,8
Nov.	-6,5	4,8	-11,3	5,7	6,3	-3,1	3,5	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	0,9
Dez.	5,6	-2,4	7,9	79,3	71,9	87,2	34,5	8,4	23,6	5,4	2,0	5,5
2025 Jan.	51,4	7,9	43,5	42,5	40,7	31,1	14,9	21,0	7,8	-3,1	-2,0	3,9
<b>Wachstumsraten</b>												
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	-0,3	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5
2024 Q1	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,6	-1,3	1,1	7,0
Q2	-1,4	-0,4	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,1	4,6
Q3	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
Q4	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5
2024 Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,5	9,6	1,5	-1,6	4,0
Sept.	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
Okt.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,8	0,5	7,9	0,2	-0,1	3,7
Nov.	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	4,8
Dez.	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5
2025 Jan.	0,3	1,2	0,2	2,0	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,8	-0,9	3,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>				Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
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	5 138,3	907,2	1 090,3	3 125,8	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024	5 183,1	5 204,0	921,7	1 099,1	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,9
2024 Q1	5 116,5	5 132,7	885,4	1 089,6	3 141,5	6 641,9	6 873,4	738,9	5 221,4	681,6
Q2	5 130,7	5 148,1	902,5	1 088,0	3 140,2	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 140,2	5 162,3	912,5	1 090,1	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Q4	5 183,1	5 204,0	921,7	1 099,1	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,9
2024 Aug.	5 137,1	5 145,1	906,9	1 086,7	3 143,6	6 655,4	6 890,7	741,5	5 239,5	674,3
Sept.	5 140,2	5 162,3	912,5	1 090,1	3 137,7	6 661,4	6 899,1	742,3	5 245,1	674,0
Okt.	5 144,3	5 162,7	920,8	1 088,3	3 135,3	6 660,6	6 907,1	741,8	5 240,6	678,2
Nov.	5 149,8	5 166,2	919,2	1 087,4	3 143,3	6 673,8	6 918,6	741,3	5 250,4	682,1
Dez.	5 183,1	5 204,0	921,7	1 099,1	3 162,3	6 677,1	6 928,6	745,0	5 255,2	676,9
2025 Jan.	5 194,6	5 208,5	924,8	1 102,7	3 167,0	6 696,4	6 941,7	747,5	5 271,7	677,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,6	87,8	21,1	14,3	41,2	44,7	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 Q1	-2,2	0,9	-16,6	-0,6	14,9	-2,7	9,2	8,4	-6,1	-5,0
Q2	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
Q3	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
Q4	43,9	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,6	1,0
2024 Aug.	12,8	4,4	6,8	0,6	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sept.	5,4	19,1	6,5	4,5	-5,6	7,7	9,1	1,8	5,9	0,0
Okt.	5,9	4,8	6,5	-1,2	0,7	-0,1	9,3	3,4	-3,1	-0,4
Nov.	3,5	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
Dez.	34,5	39,3	3,2	13,2	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 Jan.	14,9	7,4	3,0	5,3	6,6	21,0	15,1	3,0	17,4	0,6
<b>Wachstumsraten</b>										
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	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Q1	-0,2	0,3	-4,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,1
Q2	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Aug.	0,6	1,0	0,9	0,2	0,6	0,5	0,5	2,9	0,6	-2,5
Sept.	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Okt.	0,8	1,4	2,7	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,9
Nov.	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dez.	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Jan.	2,0	2,0	4,3	1,7	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1

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 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)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2022	639,4	6 731,2	1 783,0	45,7	2 109,0	2 793,4	1 332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7 327,2	1 827,5	90,2	2 413,8	2 995,6	1 858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7 833,7	1 843,9	116,5	2 588,3	3 285,0	2 688,6	227,7	140,4	135,9
2024 Q1	395,4	7 457,0	1 829,0	103,9	2 488,6	3 035,6	2 051,2	223,5	178,0	174,2
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 526,1	3 061,9	2 243,8	300,1	182,6	176,5
Q3	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,4	247,2	184,9	188,5
Q4 <sup>(p)</sup>	377,9	7 833,7	1 843,9	116,5	2 588,3	3 285,0	2 688,6	227,7	140,4	135,9
2024 Aug.	419,2	7 609,0	1 822,6	112,7	2 534,0	3 139,7	2 397,7	232,2	193,2	170,7
Sept.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 490,4	247,2	184,9	188,5
Okt.	445,4	7 753,3	1 832,3	115,7	2 561,1	3 244,3	2 599,6	261,2	169,6	172,2
Nov.	424,2	7 805,9	1 839,8	115,9	2 575,6	3 274,6	2 641,7	310,1	176,8	164,0
Dez.	377,9	7 833,7	1 843,9	116,5	2 588,3	3 285,0	2 688,6	227,7	140,4	135,9
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	404,4	7 921,5	1 840,1	117,4	2 591,5	3 372,5	2 757,3	207,8	163,2	146,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-69,0	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	324,3	25,2	40,0	227,0	32,1	457,2	-229,7	17,1	9,0
2024	-69,1	283,8	16,3	26,2	164,1	77,2	564,7	-0,8	-11,7	-16,7
2024 Q1	-51,7	109,9	4,1	13,6	88,4	3,7	137,2	13,9	25,9	21,5
Q2	15,7	42,8	-0,8	6,0	31,8	5,8	149,4	53,0	4,6	2,3
Q3	-7,7	64,1	7,5	4,4	38,2	14,0	173,8	-31,3	2,4	12,0
Q4 <sup>(p)</sup>	-25,4	67,1	5,5	2,2	5,7	53,7	104,2	-36,4	-44,5	-52,6
2024 Aug.	14,4	26,5	2,4	1,1	20,1	2,9	46,4	27,9	26,4	15,8
Sept.	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8
Okt.	42,5	11,2	-3,0	1,4	5,2	7,6	42,1	-10,4	-15,3	-16,3
Nov.	-21,5	5,4	5,5	0,2	-0,5	0,2	10,5	64,8	7,2	-8,2
Dez.	-46,5	50,5	3,0	0,6	1,0	45,9	51,6	-90,7	-36,3	-28,1
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	26,5	22,1	-3,8	1,8	5,2	18,9	0,0	-13,6	22,8	10,6
<b>Wachstumsraten</b>										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q1	-31,8	5,0	1,4	89,7	11,7	0,6	-	-	18,6	7,1
Q2	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
Q3	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
Q4 <sup>(p)</sup>	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2024 Aug.	-4,6	3,9	0,2	63,4	9,2	0,6	-	-	17,9	7,6
Sept.	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4
Okt.	0,6	3,6	0,1	47,0	8,3	0,8	-	-	5,5	13,7
Nov.	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,8	-	-	5,7	1,2
Dez.	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9
2025 Jan. <sup>(p)</sup>	-10,1	3,2	0,6	23,5	5,4	2,2	-	-	0,0	-8,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.



## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
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						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Sozial- ausgaben	
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,6	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 Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung	
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	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	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
2024 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	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
2025 Jan.	12,9	11,4	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,2	1,9	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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 5. März 2025.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-01-25-072-DE-N (Online-Version)