



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2026



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2 Konjunktorentwicklung	18
3 Preise und Kosten	28
4 Finanzmarktentwicklungen	37
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	42
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	48
Kästen	51
1 Wer trägt die Kosten höherer US-Zölle?	51
2 Handelspotenziale freisetzen: Vorteile eines effizienteren grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs	57
3 Nichtlinearitäten bei der Ölpreisentwicklung: Welche Faktoren spielen eine Rolle?	64
4 Wie wirkt sich die handelspolitische Unsicherheit auf die Konjunktur im Euroraum aus?	72
5 Vom stationären Handel zum Online-Handel: eine Einschätzung der digitalen Investitionen im Euroraum	78
6 KI-Einführung und -Investitionen: Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage unter Unternehmen im Euroraum	84
7 Finanzielle und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen des Anstiegs der sehr langfristigen Zinsen	90
8 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 5. November 2025 bis zum 10. Februar 2026	98
Aufsatz	104
1 Steigerung der Effizienz öffentlicher Investitionen in Zeiten knapper Haushalte	104
Statistik	123

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 19. März 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Er ist entschlossen, dafür zu sorgen, dass sich die Inflation auf mittlere Frist beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Der Krieg im Nahen Osten hat zu deutlich unsichereren Aussichten geführt, wodurch sich Aufwärtsrisiken für die Inflation und Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum ergeben. Über höhere Energiepreise wird sich der Krieg auf kurze Frist erheblich auf die Inflation auswirken. Die mittelfristigen Auswirkungen werden sowohl von der Intensität und der Dauer des Konflikts als auch davon abhängen, wie die Energiepreise auf die Verbraucherpreise durchschlagen und welchen Einfluss sie auf die Wirtschaft ausüben.

Der EZB-Rat ist gut gerüstet, um diese Unsicherheit zu bewältigen. Die Inflation liegt in der Nähe des Zielwerts von 2 %, die längerfristigen Inflationserwartungen sind fest verankert, und die Wirtschaft hat sich in den letzten Quartalen als widerstandsfähig erwiesen. Die in nächster Zeit eingehenden Daten werden den EZB-Rat dabei unterstützen, die Auswirkungen des Krieges auf die Inflationsaussichten und die damit verbundenen Risiken zu beurteilen. Der EZB-Rat beobachtet die Lage genau. Sein datengestützter Ansatz wird ihm dabei helfen, die Geldpolitik dementsprechend festzulegen.

Die von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2026 enthalten ausnahmsweise Informationen bis zum 11. März, einem späteren Redaktionsschluss als üblich. Im Basisszenario wird eine Gesamtinflation von durchschnittlich 2,6 % im Jahr 2026, 2,0 % im Jahr 2027 und 2,1 % im Jahr 2028 erwartet. Die Teuerung wurde gegenüber den Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2025, insbesondere für 2026, nach oben revidiert. Ursächlich dafür ist die Tatsache, dass die Energiepreise aufgrund des Krieges im Nahen Osten höher sein werden. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gehen die Fachleute von durchschnittlich 2,3 % für 2026, 2,2 % für 2027 und 2,1 % für 2028 aus. Diese Werte sind ebenfalls höher als in den Projektionen vom Dezember 2025 angenommen, vor allem weil die höheren Energiepreise auf die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel durchschlagen. Die Fachleute erwarten zudem ein Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 0,9 % für 2026, 1,3 % für 2027 und 1,4 % für 2028. Dies stellt vor allem für das Jahr 2026 eine Abwärtsrevision dar. Darin spiegeln sich die globalen Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffmärkte, die Realeinkommen und das Vertrauen wider. Zugleich dürften die niedrige Arbeitslosigkeit, die soliden Bilanzen im privaten Sektor und die öffentlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur das Wachstum weiterhin stützen.

Im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats im Rahmen der geldpolitischen Strategie, Risiken und Unsicherheiten bei der Beschlussfassung zu berücksichtigen, beurteilten die Fachleute außerdem, wie sich der Krieg im Nahen Osten in einigen alternativen illustrativen Szenarios auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation auswirken könnte. Diese Szenarios werden als Bestandteil der Euroraum-Projektionen vom März 2026 auf der Website der EZB veröffentlicht. Die Szenarioanalyse deutet darauf hin, dass eine länger anhaltende Störung der Öl- und Gaslieferungen zur Folge hätte, dass die Inflation über und das Wachstum unter dem Basisszenario der Projektionen lägen. Die Auswirkungen auf die mittelfristige Inflation hängen entscheidend vom Ausmaß der indirekten Auswirkungen und der Zweitrundeneffekte eines stärkeren und persistenteren Energiepreisschocks ab.

Bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird der EZB-Rat einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. So werden seine Zinsbeschlüsse auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft ist im vierten Quartal 2025 dank einer stärkeren Binnennachfrage um 0,2 % gewachsen. Vor dem Hintergrund gestiegener Realeinkommen und einer weiterhin in der Nähe ihres historischen Tiefstands liegenden Arbeitslosigkeit haben die privaten Haushalte ihre Ausgaben erhöht. Die Bautätigkeit zog an, und auch bei der Renovierung von Wohnimmobilien wurde ein Zuwachs verzeichnet. Zugleich investierten Unternehmen mehr, insbesondere in Bereiche wie Forschung und Entwicklung, Software und Datenbanken. Das Wachstum wurde nicht mehr wie in den beiden Vorquartalen durch den Außenbeitrag belastet. Gestützt wurde es vor allem durch den Dienstleistungssektor.

Die Fachleute der EZB sehen die privaten Konsumausgaben in ihren Projektionen nach wie vor als den wichtigsten Wachstumsmotor in der mittleren Frist an. Wegen höherer Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur und weil Unternehmen zunehmend in neue digitale Technologien investieren, sollten auch die Investitionen weiter zunehmen. Das außenwirtschaftliche Umfeld bleibt unter anderem angesichts der Volatilität der globalen Handelspolitik schwierig.

Der Krieg im Nahen Osten führt zu Störungen an den Rohstoffmärkten und belastet die Realeinkommen und das Vertrauen. Dies hat im Basisszenario der Projektionen, insbesondere für 2026, eine Abwärtsrevision der Konsumausgaben und der Investitionen bewirkt. Dem Basisszenario zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 0,9 %, 2027 bei 1,3 % und 2028 bei 1,4 % liegen. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2025 wurde das BIP-Wachstum aufgrund des eskalierenden Krieges im Nahen Osten für 2026 um 0,3 Prozentpunkte und für 2027 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Für 2028 ist es unverändert

geblieben. In alternativen Szenarios mit einem schwerwiegenderen und länger anhaltenden Energiepreisschock wären die Auswirkungen sogar noch ausgeprägter.

Das Basisszenario der Projektionen stützt sich auf die Entwicklung der Terminpreise für Energierohstoffe zum Stichtag 11. März 2026. Dementsprechend geht das Basisszenario von einem Anstieg der Inflation aus, was vor allem auf kurze Sicht die Kaufkraft, die Konsumausgaben und damit das BIP-Wachstum dämpfen wird. Die wirtschaftliche Abschwächung dürfte vorübergehender Natur sein, sofern die Energiepreise, wie an den Terminmärkten für Energierohstoffe eingepreist, relativ rasch zurückgehen und auch die Unsicherheit abnimmt. Auf mittlere Sicht dürfte die Binnennachfrage der wesentliche Wachstumstreiber im Euroraum bleiben. Gestützt werden sollte sie durch einen robusten Arbeitsmarkt und staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung, insbesondere in Deutschland. Was die Außenwirtschaft betrifft, dürfte sich aufgrund der anziehenden Auslandsnachfrage das Exportwachstum beschleunigen. Dennoch dürfte der Euroraum weiterhin Marktanteile an den Weltmärkten einbüßen, was anhaltenden Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit (auch struktureller Art) geschuldet ist. All dies gilt ungeachtet der Tatsache, dass die Zölle auf Ausfuhren in die Vereinigten Staaten etwas niedriger sind als zum Zeitpunkt der Projektionen vom Dezember 2025.

Der EZB-Rat hob hervor, dass es dringend notwendig ist, die Wirtschaft im Euroraum zu stärken und zugleich solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energiepreisschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. Die derzeitige Energiekrise macht deutlich, wie wichtig es ist, die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen weiter zu verringern. Die Vollendung der Spar- und Investitionsunion ist von entscheidender Bedeutung, um Innovationen zu finanzieren und den ökologischen und digitalen Wandel zu fördern. Der digitale Euro und tokenisiertes Zentralbankgeld für Finanzmarkttransaktionen werden die strategische Autonomie, Wettbewerbsfähigkeit und finanzielle Integration Europas stärken und Innovationen im Zahlungsverkehr vorantreiben. Daher ist es besonders wichtig, die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden. Die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt wird zu einem schnelleren Wachstum europäischer Unternehmen beitragen.

Inflation

Die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate im Euroraum stieg von 1,7 % im Januar 2026 auf 1,9 % im Februar. Die Energiepreise waren im Februar 3,1 % niedriger als vor Jahresfrist; im Januar lagen sie noch 4,0 % unter dem Vorjahreswert. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sank leicht auf 2,5 %. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nahm indessen von 2,2 % im Januar auf 2,4 % im Februar zu. Diese Entwicklung spiegelte einen Anstieg des Preisauftriebs bei Waren von 0,4 % auf 0,7 % und bei Dienstleistungen von 3,2 % auf 3,4 % wider.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den letzten Monaten nur wenig verändert und stehen nach wie vor mit dem mittelfristigen 2%-Ziel des

EZB-Rats im Einklang. Die Unternehmensgewinne erholten sich im vierten Quartal 2025 weiter, während bei den Lohnstückkosten in etwa dieselbe Zuwachsrate wie im Vorquartal verzeichnet wurde. Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer schwächte sich auf 3,7 % ab. Im dritten Quartal hatte sie noch bei 4,0 % gelegen. Der Anstieg der Tarifverdienste und zukunftsgerichtete Indikatoren, wie der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Ergebnisse von Umfragen zu den Lohnerwartungen, lassen darauf schließen, dass der Arbeitskostendruck im Jahresverlauf 2026 weiter nachlassen wird. Dies dürfte die Rückkehr der Inflation zum Zielwert begünstigen.

Aufgrund des durch den Krieg im Nahen Osten bedingten Energiepreisanstiegs wird sich die Inflation kurzfristig auf über 2 % erhöhen. Laut den Projektionen wird die Inflation im zweiten Quartal 2026 kräftig auf 3,1 % steigen, was auf die sprunghafte Zunahme des Preisauftriebs bei Energie infolge des Krieges zurückzuführen ist. Im dritten Quartal dürfte sie sich auf 2,8 % verringern, nachdem die Preise für Energierohstoffe – wie sich aus den Preisen für Terminkontrakte schließen lässt – wieder gesunken sind. Dem Basisszenario zufolge wird sich die Teuerungsrate für Energie im Jahr 2027 vor allem aufgrund abwärtsgerichteter Basiseffekte im Energiebereich ins Negative kehren. Danach wird sie 2028 wieder deutlich ansteigen, wenn die Umsetzung des EU-Emissionshandelssystems 2 (EU-EHS 2) die Gesamtinflation um 0,2 Prozentpunkte erhöhen dürfte. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln wird laut den Projektionen ab Ende 2026 anziehen, da der Kostendruck, der sich aus dem sprunghaften Anstieg der Energiepreise ergibt, auf die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel durchwirkt, bevor er 2028 nachlässt. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) dürfte sich von 2,4 % im Jahr 2025 auf 2,1 % im Jahr 2028 abschwächen. Zwar wird die HVPIX-Inflation auch durch den von den höheren Energiepreisen ausgehenden Kostendruck beeinflusst, doch dürfte dies durch einen etwas nachlassenden Arbeitskostendruck, die zurückliegende Aufwertung des Euro und die Importdurchdringung aus China gedämpft werden. Insgesamt wird die HVPI-Inflation den Basisprojektionen zufolge von 2,1 % im Jahr 2025 auf 2,6 % im Jahr 2026 steigen, bevor sie 2027 auf 2,0 % zurückgeht und sich 2028 leicht auf 2,1 % erhöht. Das Lohnwachstum wird sich in den kommenden Jahren abschwächen, wenn auch langsamer als in früheren Projektionen erwartet. Grund hierfür sind einige Inflationsausgleichseffekte im Zusammenhang mit dem Energiepreisschock. Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2025 wurden die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation für 2026 vor allem aufgrund der Energiekomponente um 0,7 Prozentpunkte nach oben revidiert. Für 2027 wurden sie um 0,2 Prozentpunkte und für 2028 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert, da der von den höheren Energiepreisen ausgehende Kostendruck auf die HVPIX- und die Nahrungsmittelkomponente durchwirkt, während die Energiekomponente etwas nach unten revidiert wurde. In alternativen Szenarios mit einem schwerwiegenderen und länger anhaltenden Energiepreisschock wären die Aufwärtsrevisionen der Inflation sogar noch ausgeprägter.

Sollten sich die höheren Energiepreise als dauerhafter erweisen, könnte dies durch indirekte Auswirkungen und Zweitrundeneffekte zu einem Inflationsanstieg auf breiterer Basis führen – eine Situation, die genau beobachtet werden muss. Zwar sind die Inflationserwartungen an den Finanzmärkten über kürzere Zeithorizonte

deutlich gestiegen, doch liegen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bislang bei rund 2 %. Dies begünstigt die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts des EZB-Rats.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet, insbesondere auf kurze Sicht. Der Krieg im Nahen Osten stellt für die Wirtschaft im Euroraum ein Abwärtsrisiko dar und verschärft das volatile weltweite Politikumfeld. Ein länger andauernder Krieg könnte die Energiepreise stärker und länger als derzeit erwartet ansteigen lassen und zudem das Vertrauen belasten. Diese Faktoren würden die Einkommen schmälern und dazu führen, dass sich Unternehmen und private Haushalte bei Investitionen und Ausgaben zurückhaltender zeigten. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten könnte die Nachfrage weiter schwächen. Zusätzliche Friktionen im Welthandel könnten Störungen bei den Lieferketten und einen Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Andere geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, sind nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn die wirtschaftlichen Folgen des Krieges im Nahen Osten von kürzerer Dauer wären als gegenwärtig erwartet. Zudem könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur, Reformen zur Steigerung der Produktivität sowie der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln. Neue Handelsabkommen und eine tiefere Integration des Binnenmarkts könnten ihrerseits das Wachstum deutlicher beleben, als es derzeit erwartet wird.

Die Risiken für die Inflationsaussichten sind aufwärtsgerichtet, insbesondere auf kurze Sicht. Sollte der Krieg im Nahen Osten fort dauern, könnte dies die Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen als derzeit erwartet und die Inflation im Euroraum weiter in die Höhe treiben. Dies könnte verstärkt werden und länger anhalten, wenn die Inflationserwartungen und das Lohnwachstum daraufhin stiegen oder wenn sich infolge des Energiepreisanstiegs die Inflation ohne Energie deutlicher erhöhte als im Basisszenario angenommen oder auch wenn es durch den Krieg zu breiter angelegten Störungen der globalen Lieferketten käme. Anhaltende handelspolitische Spannungen könnten zu stärker fragmentierten globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verschärfen. Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn die wirtschaftlichen Folgen des Krieges im Nahen Osten von kürzerer Dauer wären oder sich die indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekte als weniger ausgeprägt erwiesen als gegenwärtig erwartet. Die Inflation könnte ebenfalls niedriger ausfallen, wenn Zölle die Nachfrage nach Exporten des Euroraums stärker verringerten als erwartet und wenn Länder mit Überkapazitäten ihre Exporte in den Euroraum weiter erhöhten. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und damit ebenfalls die Inflation sinken lassen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Der Krieg im Nahen Osten hat deutliche Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte. Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen haben sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 5. Februar 2026 verschärft. An den Aktienmärkten kam es zu Kursverlusten, und die Marktzinsen im Euroraum, vor allem die kurzfristigen Zinssätze, sind merklich gestiegen.

Im Januar lagen die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen ebenso wie die Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung unverändert bei 3,6 %. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite zog hingegen geringfügig auf 3,4 % an. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen betrug im Januar 2,8 %, verglichen mit 3,0 % im Dezember 2025. Dies wurde jedoch durch eine höhere Emission von Unternehmensanleihen ausgeglichen. Deren Jahreswachstumsrate stieg von 3,5 % im Dezember auf 4,0 %. Die Wachstumsrate der Vergabe von Hypothekarkrediten lag bei 3,0 % und blieb damit gegenüber Dezember unverändert.

Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden unverändert bei 2,00 %, 2,15 % bzw. 2,40 % belassen.

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 19. März 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Er ist entschlossen, dafür zu sorgen, dass sich die Inflation auf mittlere Frist beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und 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 um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die negativen Folgen des Krieges im Nahen Osten für die Weltwirtschaft resultieren vor allem aus den stark gestiegenen Energiepreisen. Diese haben in Verbindung mit den restriktiveren Finanzierungsbedingungen und der erhöhten Unsicherheit die Weltwirtschaft belastet, die zuvor von den steigenden Investitionen in künstliche Intelligenz (KI) und den flankierenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen profitiert hatte. Trotz des leichten Wachstumsimpulses, der sich aus der Absenkung der US-Zölle nach dem Urteil des Obersten Gerichtshofs der Vereinigten Staaten ergab, ist die handelspolitische Unsicherheit nach wie vor erhöht. Der Krieg im Nahen Osten dürfte das Wachstum des globalen realen BIP in den nächsten zwei Jahren um 0,4 Prozentpunkte dämpfen, was mit der voraussichtlichen Entwicklung der Preise für Energierohstoffe im Einklang steht. Dies hat die positiven Überhangeffekte des gegen Ende 2025 verzeichneten unerwartet starken Wachstums und des leichten Auftriebs durch die niedrigeren US-Zölle zunichte gemacht. Infolge des Energiepreisschocks wurde die Projektion für die am globalen VPI gemessene Gesamtinflation für die kommenden zwei Jahre nach oben revidiert. Im bisherigen Jahresverlauf wurde der Inflationseffekt der steigenden Energiepreise teilweise dadurch ausgeglichen, dass die Inflationszahlen niedriger als erwartet ausfielen und auch die Absenkung der Zölle zum Tragen kam.

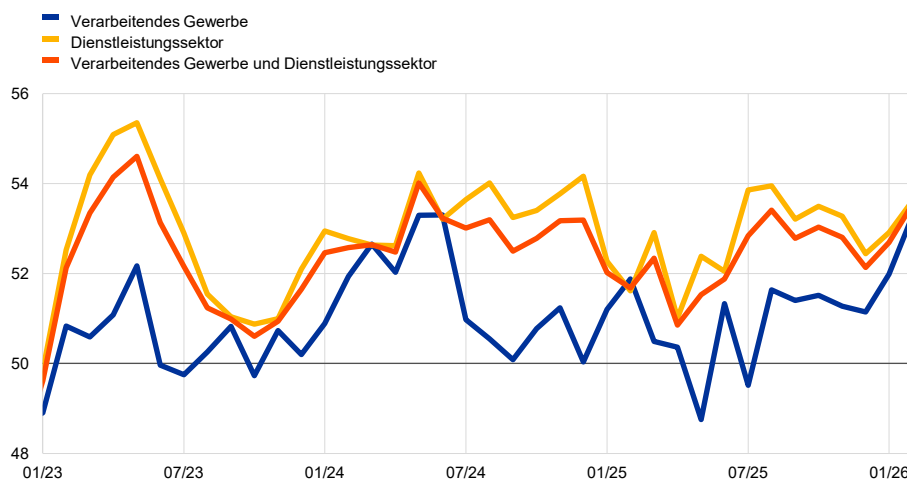
Vor dem Krieg im Nahen Osten zeigte sich die Weltwirtschaft

widerstandsfähig. Diese Resilienz resultierte aus den steigenden Investitionen des Privatsektors in den KI-Bereich und den wachstumsfördernden Maßnahmen der Politik in verschiedenen großen Volkswirtschaften. Beide Faktoren hatten dazu beigetragen, die nachteiligen Auswirkungen der Zölle abzufedern. Trotz des leichten Wachstumsimpulses, der sich aus der Absenkung der US-Zölle nach dem Urteil des Obersten Gerichtshofs der Vereinigten Staaten ergab, ist die handelspolitische Unsicherheit nach wie vor erhöht. Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) verringerte sich leicht von 1,0 % im dritten auf 0,8 % im vierten Quartal 2025. Damit lag es aber noch immer über den Erwartungen, denn in den asiatischen Schwellenländern – so auch in China – fiel das Wachstum stärker als zuvor prognostiziert aus. Die jüngsten monatlichen Indikatoren legen nahe, dass das Wachstum im ersten Quartal 2026 gegenüber Ende 2025 Fahrt aufgenommen hat. So erreichte der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Februar den höchsten Stand seit fast zwei Jahren, denn die Produktion ist sowohl im Dienstleistungsbereich als auch im verarbeitenden Gewerbe gestiegen (siehe Abbildung 1). Diese Signale sind jedoch vor dem Hintergrund der negativen Effekte des Krieges zu sehen, darunter die drastisch gestiegenen Preise für Energierohstoffe, restriktivere Finanzierungsbedingungen und eine erhöhte Unsicherheit.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



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

Anmerkung: Die horizontale Linie auf der Höhe von 50 Indexpunkten stellt die Wachstumsschwelle dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026.

Im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten sind die Öl- und Gaspreise deutlich gestiegen.

Seit Beginn des Berichtszeitraums am 18. Dezember 2025 haben sich die Ölpreise drastisch um 84 % erhöht. Nach den Angriffen der Vereinigten Staaten und Israels auf den Iran und den darauf folgenden Vergeltungsschlägen des Iran haben die Ölnotierungen auf rund 104 USD je Barrel angezogen. Dieser Preissprung ist Ausdruck der Befürchtung, dass der Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus, über den rund 20 % der weltweiten Öllieferungen erfolgen und der bereits zuvor von Störungen betroffen war, weiter behindert oder dass die iranische Ölförderung und die regionale Energieinfrastruktur beeinträchtigt werden könnten. Die Ölnotierungen schwankten in den vergangenen Wochen erheblich, wobei mehrere Faktoren zu zwischenzeitlichen abrupten Preisrückgängen gegenüber den jüngsten Höchstständen führten. Insbesondere veranlassten die Äußerungen der US-Regierung, wonach der Konflikt „sehr bald“ beendet sein könnte, die Anleger, ihre Erwartungen hinsichtlich der Dauer des Krieges nach unten zu revidieren. Darüber hinaus kündigte die OPEC+ eine Anhebung der Fördermengen ab April 2026 an.¹ Zudem einigten sich die Mitgliedstaaten der OECD unter Federführung der Internationalen Energieagentur darauf, einen Teil ihrer strategischen Reserven freizugeben, um den Ölpreisschub einzudämmen. Die geopolitischen Risiken haben sich überdies stark auf die europäischen Gaspreise ausgewirkt, die um 98 % gestiegen sind. Grund dafür ist, dass etwa 20 % der weltweiten Flüssiggaslieferungen – vor allem aus Katar – ebenfalls durch die Straße von Hormus geleitet werden. Die Gaspreise waren auch infolge der historisch niedrigen Reserven in den europäischen Gasspeichern besonders anfällig. Die Speicher sind aktuell nur zu rund 29 % gefüllt, was dem saisonalen Minimum nahekommt. Das macht die Gaspreise besonders reagibel

¹ Die Abkürzung „OPEC“ steht für die „Organisation erdölexportierender Länder“. Die im Jahr 2016 gegründete OPEC+ ist ein Zusammenschluss aus OPEC-Mitgliedern und anderen erdölproduzierenden Ländern.

gegenüber möglichen Versorgungsengpässen. Nahrungsmittel haben sich indes um 7 % verbilligt. Zu verdanken war diese Entwicklung vor allem dem Rückgang der Kakaopreise im Zuge der nun günstigeren Witterungsbedingungen in Westafrika. Dagegen sind die Metallpreise um 11 % gestiegen. Zurückzuführen war dies in erster Linie auf eine Verteuerung von Aluminium, nachdem ein großer Produzent in Bahrain bekannt gab, seine vertraglichen Pflichten aufgrund von Umständen, die er nicht zu vertreten habe, nicht erfüllen zu können.

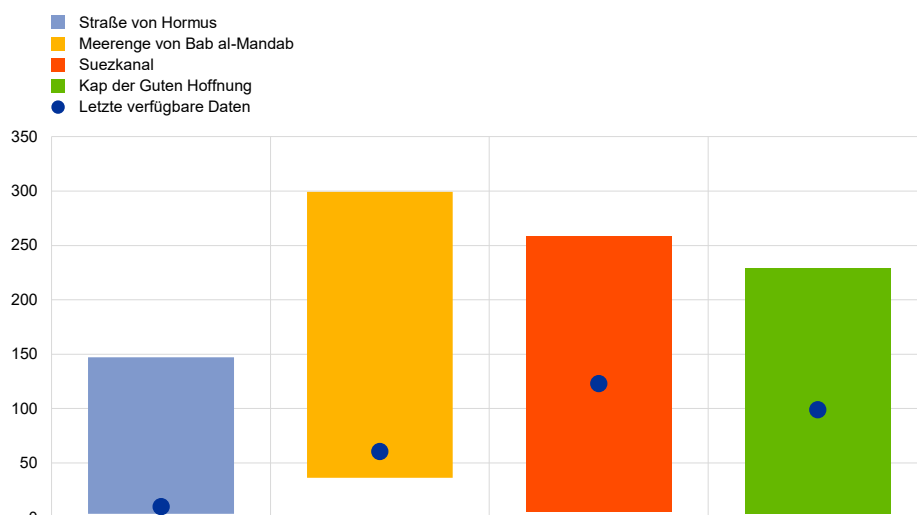
Der durch den Krieg ausgelöste sprunghafte Anstieg der weltweiten Preise für Energierohstoffe ist das Ergebnis des drastischen Rückgangs des Schiffsverkehrs durch die Straße von Hormus. Erste Erkenntnisse aus

hochfrequenten Daten zu Frachtschiffbewegungen deuten darauf hin, dass die Zahl der Tanker, die die Straße von Hormus passieren, stark rückläufig ist. Zugleich sind die weltweiten Seefrachtkosten für Öl beträchtlich gestiegen (siehe Abbildung 2). Der weltweite Warenhandel scheint davon jedoch nur in begrenztem Umfang betroffen zu sein, da die derzeit im Persischen Golf befindlichen Containerschiffe nur rund 1,6 % der weltweiten Containerschiff-Kapazität ausmachen. Nach den Störungen im Suezkanal, zu denen es infolge früherer regionaler Spannungen und der verschärften Sicherheitsrisiken in der Meerenge von Bab al-Mandab seit Ende 2023 im Zusammenhang mit den Angriffen von Huthi-Rebellen auf Frachtschiffe gekommen war, wird ein Großteil des Schiffsverkehrs weiterhin über das Kap der Guten Hoffnung umgeleitet.

Abbildung 2 Globaler Schiffsverkehr und Seefrachtpreise

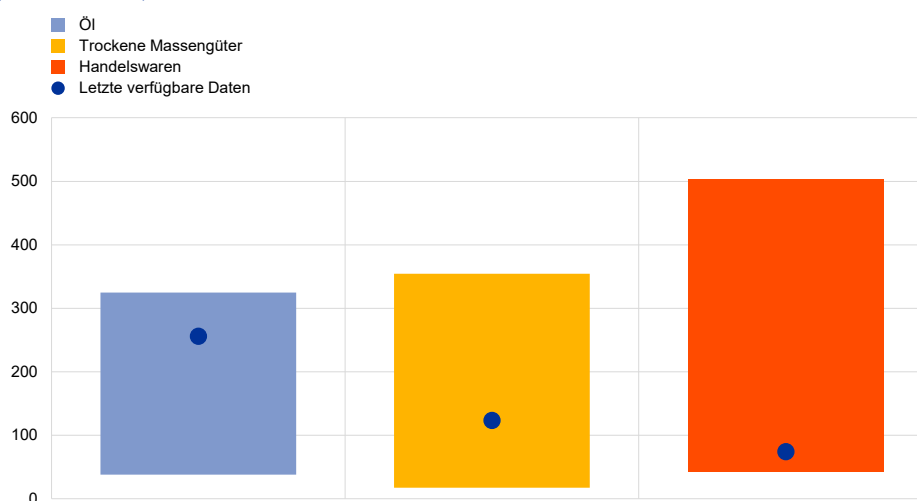
a) Schiffspassagen durch wichtige maritime Engpässe

(Indizes, 2025 = 100)



b) Seefrachtkosten

(Indizes, 2025 = 100)



Quellen: IWF, Haver Analytics, Indizes der Baltic Exchange und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die in Grafik a dargestellten Passagen umfassen alle Schiffskategorien. Die in Grafik b angegebenen trockenen Massengüter umfassen Ladungen wie beispielsweise Getreide. Die zugrunde liegenden Datenreihen bilden die Charterkosten für Schiffe zum weltweiten Transport dieser Güter ab. In beiden Grafiken stehen die Balken für die Bandbreiten zwischen Minimum und Maximum. Diese wurden für den Zeitraum seit 1. Januar 2019 berechnet. Die blauen Punkte markieren die letzten verfügbaren Daten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. März 2026 (Grafik a) bzw. auf den 18. März 2026 (Grafik b).

Der Krieg im Nahen Osten dürfte das Wachstum des globalen realen BIP in den nächsten zwei Jahren um 0,4 Prozentpunkte dämpfen. Dies ist den negativen Wachstumseffekten geschuldet, die sich aus der angenommenen

Entwicklung der Preise für Energierohstoffe ergeben.² Dadurch werden die positiven Überhangeffekte des unerwartet kräftigen Wachstums gegen Ende 2025 und des leichten von den niedrigeren US-Zöllen ausgehenden Auftriebs zunichtegemacht. Das Wachstum des globalen realen BIP dürfte den Projektionen zufolge von 3,6 % im Jahr 2025 auf 3,3 % im laufenden Jahr sinken und danach stabil bleiben. Diese Annahme steht weitgehend im Einklang mit den vorangegangenen Projektionen.³

Durch die mit dem Krieg verbundenen Unsicherheiten haben sich die Risiken für das weltweite Wachstum nach unten und die Risiken für den Inflationsausblick nach oben verschoben.

Die mit dem Krieg im Nahen Osten einhergehenden Risiken erscheinen weitgehend asymmetrisch, denn für schwerwiegendere Auswirkungen besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit als für mildere Effekte. Andere bedeutende gesamtwirtschaftliche und finanzielle Risiken wie Zölle, Entwicklungen im Bereich der KI und die Auswirkungen der Wirtschaftspolitik stellen sich hingegen nach wie vor – wie bereits in früheren Projektionen – als ausgewogen dar und haben das Potenzial, in beide Richtungen zu wirken.

Vor dem Krieg war die Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten weiter rückläufig, wofür vor allem die Entwicklung der Energiepreise verantwortlich war.

Ohne Berücksichtigung der Türkei sank die jährliche am VPI gemessene Inflationsrate in den OECD-Ländern im Januar auf 2,1 %. Im Dezember hatte sie noch bei 2,4 % gelegen. Zwar trugen alle Komponenten zu der niedrigeren Teuerung bei, doch leisteten die sinkenden Energiepreise hierzu den größten Beitrag (siehe Abbildung 3).

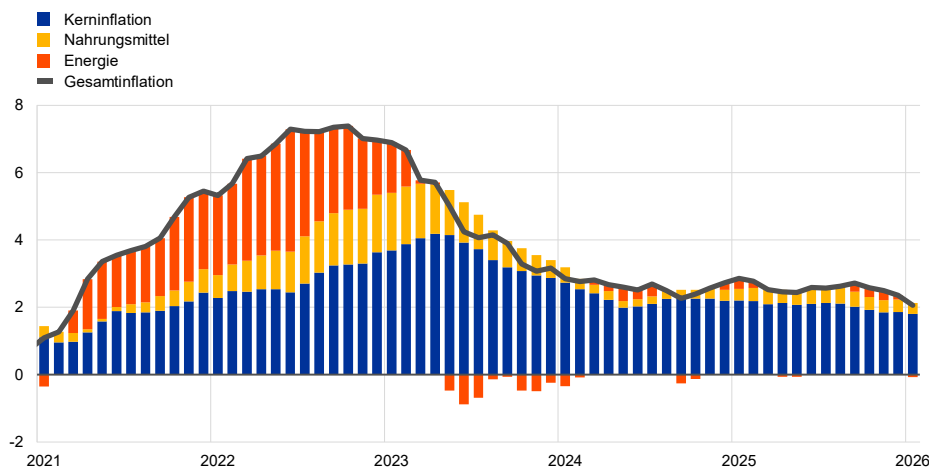
² Die Terminpreise für Energierohstoffe über den Einjahreshorizont hinaus wurden durch den Krieg deutlich weniger stark beeinträchtigt als die Kassapreise. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass die Anleger damit rechnen, dass die kriegsbedingten Engpässe innerhalb dieses Zeitraums beseitigt werden. Diese Einschätzung wird durch die aus Optionen abgeleiteten Preisdichten gestützt. Demnach dürften die mittelfristigen Risiken für die künftigen Preise insbesondere für Rohöl weiterhin ausgewogen sein, während die kurzfristigen Risiken deutlich nach oben tendieren.

³ Siehe hierzu auch EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2026.

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beitrag in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das OECD-Aggregat umfasst auch die Länder des Euroraums, die Mitglied der OECD sind; die Türkei ist nicht darin enthalten. Das Aggregat wird unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

Der Abwärtstrend bei der Inflation in den OECD-Mitgliedstaaten dürfte sich aufgrund des durch den Krieg verursachten Energiepreisschocks in Kürze umkehren.

Infolge des Energiepreisschocks wurde die Projektion für die am globalen VPI gemessene Gesamtinflation für die kommenden zwei Jahre nach oben revidiert.⁴ Im bisherigen Jahresverlauf wurde der Inflationseffekt der steigenden Energiepreise teilweise dadurch ausgeglichen, dass die Inflationszahlen niedriger als erwartet ausfielen und auch die Absenkung der Zölle zum Tragen kam. Den Projektionen zufolge dürfte die weltweite Gesamtinflation im laufenden wie auch im vergangenen Jahr bei 3,1 % liegen. Im weiteren Verlauf wird mit einem Rückgang auf 2,7 % im Jahr 2027 und einem weiteren Nachgeben auf 2,5 % im Jahr 2028 gerechnet.

Das weltweite Importwachstum dürfte sich im Jahr 2026 abschwächen, wenn die Auswirkungen der vorgezogenen Importe nachlassen und die negativen Folgen der Zölle und des Krieges spürbar werden.

Obwohl die Daten für das dritte Quartal 2025 etwas besser ausfielen als zuvor geschätzt, gingen die vierteljährlichen Wachstumsraten der weltweiten Importe in der zweiten Jahreshälfte 2025 deutlich zurück. Den Projektionen zufolge dürfte sich das weltweite Importwachstum im Lauf des Jahres 2026 allmählich normalisieren und anschließend stabil bleiben. Für den Zeitraum 2027-2028 werden die weltweiten Einfuhren den Erwartungen nach im Einklang mit der globalen Konjunktorentwicklung steigen. Im Jahr 2025 nahmen sie um 5,0 % zu und übertrafen damit die Projektionen vom Dezember 2025 sehr deutlich um

⁴ Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB zur Entwicklung der VPI-Gesamtinflation berücksichtigen 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.

0,6 Prozentpunkte. Laut den Projektionen dürfte die Wachstumsrate 2026 auf 2,3 % sinken und in den Jahren 2027 und 2028 wieder auf 2,9 % bzw. 3,2 % steigen.

In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2025 ab, was vor allem auf den Stillstand in der US-Bundesverwaltung (Shutdown) zurückzuführen war. Das vierteljährliche Wirtschaftswachstum verlangsamte sich deutlich von 1,1 % im dritten Quartal auf 0,2 % im Schlussquartal 2025. Der im Oktober und November 2025 über 43 Tage andauernde Verwaltungsstillstand dämpfte die Konjunktur, denn die Staatsausgaben gingen dadurch merklich zurück. Die Konsumausgaben fielen im vierten Quartal zwar etwas geringer aus als im dritten Quartal, blieben aber recht hoch und kurbelten die Binnennachfrage maßgeblich an. Die Sparquote sank indessen weiter auf 3,6 % und erreichte damit den niedrigsten Stand seit vier Jahren. Unterdessen trugen die privaten Anlageinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus positiv zum Wachstum bei. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war der anhaltende Investitionsboom im Bereich KI. Anders als im früheren Jahresverlauf 2025 leisteten der Außenhandel und die Vorratsveränderungen in den Vereinigten Staaten nur einen sehr geringen Wachstumsbeitrag. Sowohl die Ein- als auch die Ausfuhren gingen im Schlussquartal 2025 moderat zurück, sodass der Außenbeitrag weitestgehend neutral ausfiel. Im ersten Quartal 2026 dürfte das Wachstum wieder angezogen haben. Maßgeblich hierfür dürften in erster Linie die höheren Staatsausgaben im Zusammenhang mit den Nachzahlungen an US-Bundesbedienstete nach dem Verwaltungsstillstand sein.

Die jährliche Gesamtteuerungsrate und die Kerninflation nach dem VPI blieben in den Vereinigten Staaten im Februar mit 2,4 % bzw. 2,5 % unverändert und entsprachen damit den Erwartungen. Auch bei den Waren- und Dienstleistungskomponenten blieb die Inflation stabil, wobei ein Rückgang der Preise für gebrauchte Personen- und Lastkraftwagen den Preisauftrieb bei den übrigen Warenkomponenten verschleierte. Dies deutet auf ein anhaltendes Durchwirken der US-Zölle auf die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten hin. Die am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessene Gesamtinflation – die von der US-Notenbank bevorzugte Inflationmessgröße – zeigt seit Anfang letzten Jahres einen leichten Aufwärtstrend. Die jährliche PCE-Gesamtinflation lag im Dezember bei 2,9 %, die Kerninflation bei 3,0 %. Die Diskrepanz zwischen den beiden Messgrößen ist darauf zurückzuführen, dass Wohnkosten im PCE-Warenkorb niedriger gewichtet sind als im VPI-Warenkorb. Es ist jedoch ungewöhnlich, dass die am PCE-Index gemessene Inflation die VPI-Teuerung übersteigt. Die recht verhaltene VPI-Inflation könnte also mit Problemen bei der Datenerhebung für Dienstleistungen, Preise und Mieten zusammenhängen. Aus diesem Grund ist bei der Interpretation der Daten Vorsicht geboten. Unterdessen haben sinkende Vakanzquoten in allen Sektoren die Lage am Arbeitsmarkt weiter entspannt und sollten somit zum Inflationsabbau beitragen.

In China bleibt die Nachfrage der privaten Haushalte verhalten; vielmehr stocken diese aus Vorsichtsgründen ihre Ersparnisse auf. Das Wachstum des realen BIP fiel im vierten Quartal 2025 mit 1,2 % unerwartet positiv aus. Damit entsprach es weitgehend dem Niveau der im Vorquartal verzeichneten Zuwachsrate

von 1,1 %. Diese Entwicklung war vor allem auf das robuste Exportgeschäft zurückzuführen, das das Wachstum auch im ersten Quartal 2026 gestützt haben dürfte. Hochfrequente Indikatoren des Konsums deuten auf eine gewisse Abschwächung hin, denn das Verbrauchervertrauen ist weiterhin niedrig und liegt deutlich unter dem vor der Corona-Pandemie verzeichneten Niveau. Die Einzelhandelsumsätze entwickeln sich insbesondere bei Fahrzeugverkäufen im Inland nach wie vor schwach, während sich der Dienstleistungskonsum bislang widerstandsfähiger gezeigt hat. Die chinesische Regierung räumt angebotsorientierten Maßnahmen jedoch weiterhin Vorrang ein, und das im Rahmen des neuen Fünfjahresplans (2026-2030) für 2026 ausgegebene Wachstumsziel liegt im Bereich von 4,5 % bis 5 %. Diese recht niedrige Vorgabe deutet darauf hin, dass die politischen Entscheidungsträger in China ein strukturell schwächeres Wachstum in Kauf nehmen, was wiederum den Bedarf an kurzfristigen Konjunkturmaßnahmen verringern würde. Die chinesische Regierung bekräftigte zwar ihre Absicht, das Wachstum wieder stärker auf den Konsum auszurichten, doch sind konkrete Maßnahmen nach wie vor eher begrenzt. Unterdessen dürften die weitreichenden finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen für Investitionen fortgeführt werden, insbesondere im Hochtechnologiebereich und in strategisch bedeutsamen Wirtschaftszweigen wie KI, Mikrochips, fortschrittlichen Industriesektoren, Biotechnologie und Digitalwirtschaft. Zugleich ist die chinesische Wirtschaft jedoch nach wie vor mit den steigenden Energierohstoffpreisen konfrontiert. Das Land deckt etwa drei Viertel seines Rohölbedarfs über Importe. Rund die Hälfte seiner Öleinfuhren und 16 % seiner Gaseinfuhren werden durch die Straße von Hormus geleitet. Dieser negative Effekt könnte allerdings durch die umfangreiche inländische Kohleförderung, die steigende Kapazität der Energieerzeugung aus erneuerbaren Quellen sowie die mögliche Diversifizierung der Bezugsquellen für Energierohstoffe abgemildert werden. Die VPI-Gesamtinflation in China stieg im Februar deutlich, und der Rückgang der Erzeugerpreise verlangsamte sich weiter. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflation stieg im Februar auf 1,3 % nach mit 0,2 % im Januar. Ausschlaggebend hierfür waren temporäre Faktoren wie beispielsweise die aus dem Zeitpunkt des chinesischen Neujahrsfests resultierenden Basiseffekte. Auch die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel nahm zu. Sie stieg von 0,8 % im Januar auf 1,8 % im Februar, wofür in erster Linie die steigenden Preise für tourismusbezogene Dienstleistungen verantwortlich waren. Die Erzeugerpreise sanken im Februar auf Jahresbasis um 0,9 %, verglichen mit einem noch stärkeren Rückgang um 1,4 % im Vormonat.

Im Vereinigten Königreich wuchs das reale BIP im vierten Quartal 2025 weiterhin nur schleppend. Die Teuerung war zu Beginn des Jahres 2026 deutlich rückläufig. Das reale BIP erhöhte sich im vierten Quartal 2025 um 0,1 %, was eine stetige – wenn auch verhaltene – Wachstumsdynamik widerspiegelt. Die

private Nachfrage entwickelte sich vor dem Hintergrund eines geringeren Wachstums der privaten Konsumausgaben und sinkender privater Investitionen schwach. Infolge rückläufiger Ausfuhren und steigender Einfuhren wirkte der Außenbeitrag wachstumsdämpfend. Die Staatsausgaben sorgten für einen leichten Impuls; so stiegen die öffentlichen Investitionen beträchtlich. Die Konjunktur dürfte sich im ersten Quartal 2026 leicht belebt haben, wobei die stark steigenden Energiepreise diese Dynamik in den kommenden Quartalen allerdings bremsen

dürften. Die VPI-Gesamtinflation schwächte sich merklich ab: Sie sank von 3,4 % im Dezember auf 3,0 % im Januar. Maßgeblich für diese Entwicklung war vor allem die niedrigere Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln. Auch die Kerninflation ging zurück, wenn auch nicht so stark.

2 Konjunktorentwicklung

Die Wirtschaft des Euroraums verzeichnete 2025 ein stetiges Wachstum. Das reale BIP stieg um durchschnittlich 1,5 %, verglichen mit 0,9 % im Vorjahr. Im vierten Quartal 2025 erhöhte es sich um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland lag der Anstieg bei 0,4 %. Als Wachstumstreiber erwies sich die kräftigere Binnennachfrage, wobei sowohl die privaten Konsumausgaben als auch die Investitionen einen soliden Beitrag leisteten. Ende 2025 und Anfang 2026 ließen die Kurzfristindikatoren jedoch nach. Die monatliche Produktion schwächte sich erheblich ab. Die Umfrageergebnisse blieben hingegen positiv und deuteten vor Ausbruch des Krieges im Nahen Osten auf eine anhaltende Dynamik hin. Alles in allem stehen die jüngsten Informationen mit einem moderaten BIP-Wachstum im ersten Quartal 2026 im Einklang. Die sich verändernde Lage im Nahen Osten hat dazu geführt, dass die Aussichten ab dem zweiten Quartal mit deutlich mehr Unsicherheit behaftet sind. Die marktbasieren Indikatoren der Unsicherheit und die Messgrößen der geopolitischen Risiken stiegen in der ersten Märzhälfte sprunghaft an. Die Erfahrungen aus früheren negativen Energiepreisschocks lassen einen Rückgang der Realeinkommen und Vertrauensverluste erwarten, die die privaten Konsumausgaben erheblich belasten könnten. Wie stark diese Effekte ausfallen werden, hängt sowohl von der Intensität und Dauer des Konflikts als auch von dessen Durchwirken auf die Wirtschaft ab. Positiv zu bewerten ist, dass gesunde Bilanzen und erhöhte Ersparnisse dazu beitragen sollten, die Auswirkungen des Schocks auf private Haushalte abzufedern. Was andere Nachfragekomponenten betrifft, so deuteten die vor dem Konflikt erhobenen Umfragedaten auf eine stärkere Nachfrage nach Wohnimmobilien und ein zunehmendes Anlegervertrauen hin. Darüber hinaus dürften zusätzliche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen, Effekte des Programms „Next Generation EU“ (NGEU), robuste Arbeitsmärkte, digitale Investitionen sowie die Auswirkungen zurückliegender Zinssenkungen dazu beitragen, die Investitionsdynamik in den kommenden Quartalen aufrechtzuerhalten. Die Lage am Arbeitsmarkt ist weiterhin stabil, obwohl sich die Nachfrage nach Arbeitskräften kontinuierlich abschwächt. So sank die Arbeitslosenquote von 6,2 % im Dezember 2025 auf 6,1 % im Januar 2026 und liegt damit nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau.

Dieser Ausblick deckt sich weitgehend mit den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2026. Demnach wird die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP 2026 bei 0,9 %, 2027 bei 1,3 % und 2028 bei 1,4 % liegen. Dies stellt, insbesondere für 2026, eine Abwärtsrevision dar. Darin spiegeln sich die globalen Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffmärkte, die Realeinkommen und das Vertrauen wider. Zugleich dürften die niedrige Arbeitslosigkeit, solide Bilanzen im privaten Sektor und die öffentlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur das Wachstum weiterhin stützen. Der Krieg im Nahen Osten hat zu deutlich unsichereren Aussichten geführt. Er ist mit Aufwärtsrisiken für die Inflation und Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum verbunden. Da die Unsicherheit sehr hoch ist und die Auswirkungen des Konflikts stark von dessen Dauer und Intensität abhängen, wird das Basisszenario durch

einige illustrative alternative Szenarios ergänzt, die mit den Projektionen auf der Website der EZB veröffentlicht wurden.⁵

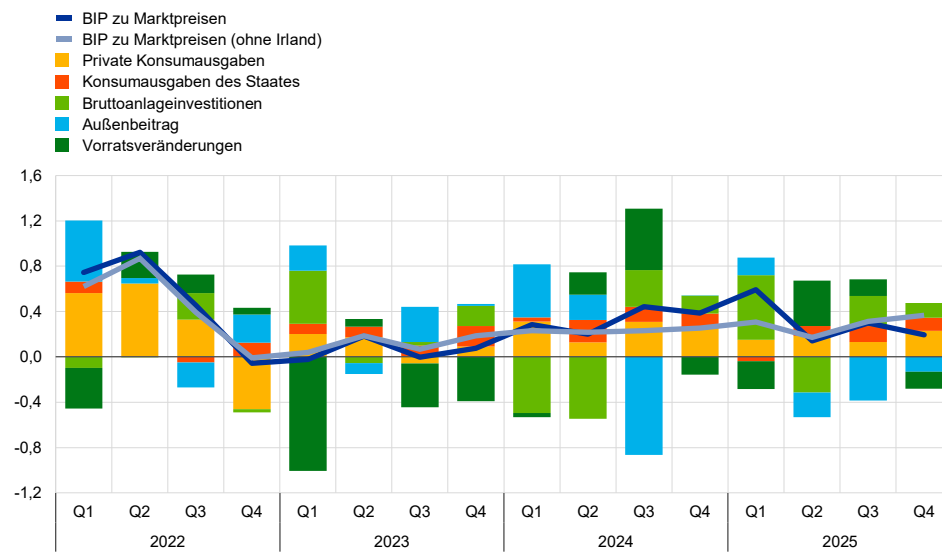
Der jüngsten Schätzung von Eurostat zufolge ist das BIP im Euroraum im vierten Quartal 2025 weiter gestiegen (siehe Abbildung 4). Das reale BIP erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % und erreichte 2025 (arbeitstäglich bereinigt) eine durchschnittliche Jahreswachstumsrate von 1,5 %. Der Anstieg gegenüber 2024 zeichnete sich durch positive Wachstumsraten in allen Quartalen des vergangenen Jahres aus. In einem Umfeld, das weltweit von einer Reihe geo- und handelspolitischer Herausforderungen geprägt ist, verdeutlicht dies die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums. Das BIP-Wachstum wurde im vierten Quartal 2025 von einer stärkeren Binnennachfrage getragen, zu der alle ihre Komponenten positiv beitrugen. Dagegen gingen vom Außenhandel und den Vorratsveränderungen leicht negative Impulse aus. Der Anstieg der Wirtschaftsleistung war in erster Linie auf den Dienstleistungssektor, insbesondere den Bereich Information und Kommunikation, zurückzuführen. Unterdessen zeigte sich das verarbeitende Gewerbe weiterhin schwach, da sich die höheren Zölle und die geopolitische Unsicherheit unmittelbar negativ auf den Sektor auswirkten (siehe Kasten 4). Im Baugewerbe und im Bereich der Modernisierung und Renovierung von Wohnimmobilien zog die Dynamik an, wozu auch die öffentlichen Investitionen beitrugen. Trotz der merklichen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern war die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP im Euroraum im vierten Quartal 2025 weniger heterogen als in vorangegangenen Quartalen. Aus dem euroraumweiten Wert für das vierte Quartal 2025 ergibt sich für das Jahreswachstum 2026 ein statistischer Überhang von 0,3 %.

⁵ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2026.

Abbildung 4

Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt auch das BIP ohne Irland, da die irischen Daten besonders volatil sind. Die Aufschlüsselung des BIP nach den Teilkomponenten umfasst jedoch auch Irland. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

Gegen Ende 2025 und Anfang 2026 schwächten sich die Kurzfristindikatoren ab.

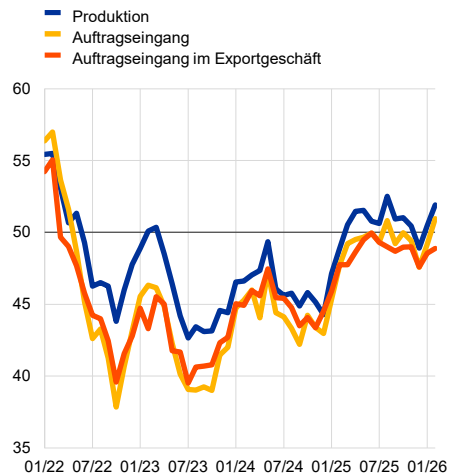
Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) sank im Dezember 2025 und im Januar 2026 um 0,6 % bzw. 1,5 % gegenüber dem jeweiligen Vormonat. Infolgedessen lag die Industrieproduktion im Januar 1,9 % unter ihrem Durchschnittsniveau des vierten Quartals 2025. Die Umfrageindikatoren hingegen fielen in den ersten beiden Monaten des Jahres 2026 weiterhin positiver aus. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums signalisierte im Januar und Februar – sowohl bei der aktuellen Produktion als auch beim Auftragseingang – eine stetige Verbesserung der Aktivität im verarbeitenden Gewerbe; der Auftragseingang im Exportgeschäft blieb hingegen im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der EMI für den Dienstleistungssektor verringerte sich in den ersten beiden Monaten des Jahres gegenüber seinem hohen Stand von Ende 2025, lag aber nach wie vor über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten (siehe Abbildung 5, Grafik b). Alles in allem stehen die jüngsten Informationen mit einem moderaten BIP-Wachstum im ersten Quartal 2026 im Einklang.

Abbildung 5

Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren

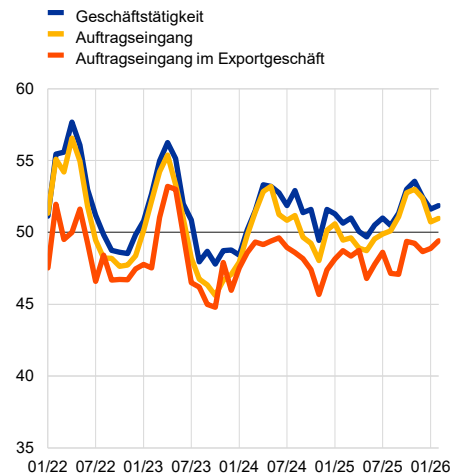
a) Verarbeitendes Gewerbe

(Diffusionsindizes)



b) Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026.

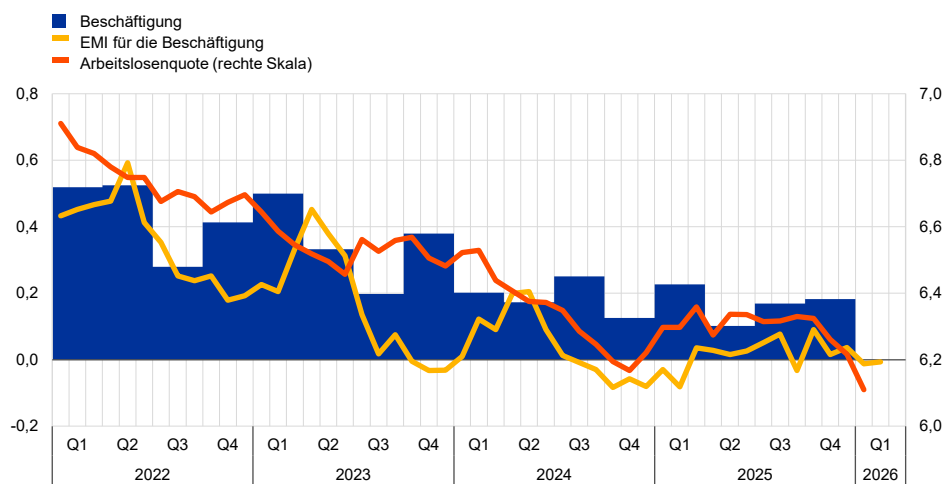
Die Lage am Arbeitsmarkt ist insgesamt weiterhin stabil, obwohl sich die Nachfrage nach Arbeitskräften kontinuierlich abschwächt.

Die Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden erhöhten sich im vierten Quartal 2025 um 0,2 % bzw. 0,6 % (siehe Abbildung 6). Die anhaltende Verlangsamung des Beschäftigungswachstums spiegelt unter anderem eine kontinuierliche Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften wider. Die Vakanzquote stabilisierte sich im vierten Quartal bei 2,2 % und lag damit das zweite Quartal in Folge unter dem Vorpandemieniveau vom vierten Quartal 2019. Die Zahl der Erwerbspersonen stieg im vierten Quartal 2025 weiter an. Die Daten für den Januar deuten indes auf eine Stabilisierung gegenüber dem Vormonat hin. Zugleich sank die Arbeitslosenquote von 6,2 % im Dezember 2025 auf 6,1 % im Januar 2026 und liegt damit nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau.

Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu messen. Die Zeitreihe der Arbeitslosenquote umfasst nun auch Bulgarien, wodurch sich das Niveau des Euroraum-Aggregats um rund 0,1 Prozentpunkte nach unten verschoben hat. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (Beschäftigung), Februar 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Januar 2026 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren lassen auf ein verhaltenes

Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2026 schließen.

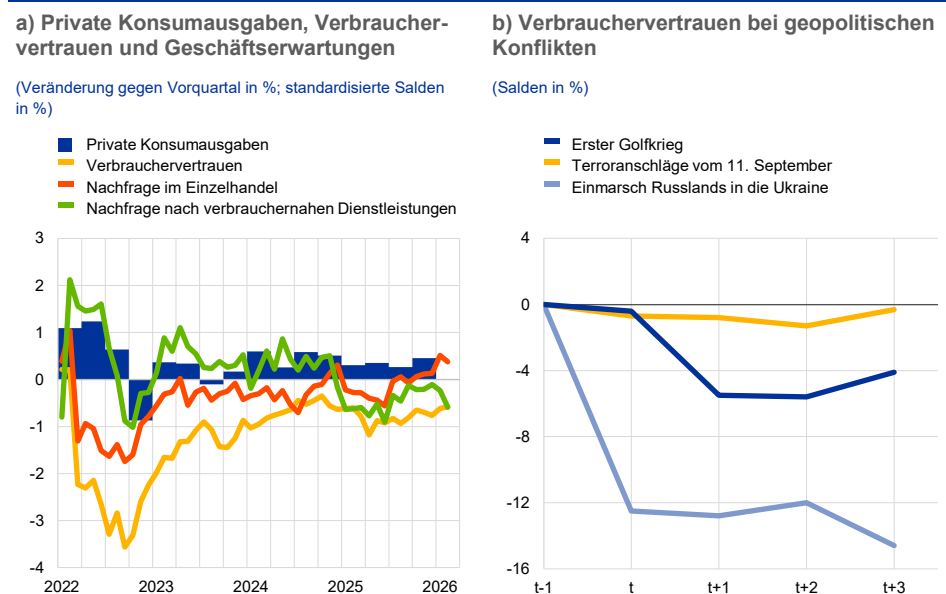
Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im Januar wie auch bereits im Dezember bei 49,9 Punkten. Dies weist auf ein weitgehend stagnierendes Beschäftigungswachstum im ersten Quartal des laufenden Jahres hin. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor sank von 51,3 Punkten Ende 2025 auf 50,3 Punkte. Dagegen erholte sich der entsprechende EMI für das verarbeitende Gewerbe, blieb aber mit 48,9 Punkten im Februar im negativen Bereich, wobei sich der Durchschnittswert der ersten beiden Monate des Jahres 2026 auf 48,5 Punkte belief.

Die privaten Konsumausgaben stiegen im vierten Quartal 2025 an. Zu verdanken war dies der Tatsache, dass die Realeinkommen zunahmen und die Arbeitslosigkeit in der Nähe ihres historischen Tiefstands blieb.

Im vierten Quartal 2025 erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im dritten Quartal einen moderateren Zuwachs von 0,2 % verzeichnet hatten (siehe Abbildung 7, Grafik a). Zu diesem Wachstum trugen sowohl die Ausgaben für Dienstleistungen als auch für Waren bei. Vor Ausbruch des Krieges im Nahen Osten deuteten die Umfrageindikatoren auf kurze Sicht auf eine anhaltende Konsumdynamik hin. Der Konflikt birgt nun jedoch Abwärtsrisiken für diese Aussichten. Umfrageergebnisse lassen auf eine auch in den ersten Monaten des Jahres 2026 positive Dynamik des privaten Konsums schließen. So stieg der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher im Februar erneut an. Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen schwächten sich die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren der erwarteten Nachfrage in der Gastronomie ab, während sie sich im Reiseverkehr und in geringerem Maße bei den Beherbergungsdienstleistungen erhöhten. Analog dazu

lassen die Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen darauf schließen, dass die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen robust blieb. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten die Aussichten für die privaten Konsumausgaben deutlich belasten. Die erhöhte geopolitische Unsicherheit könnte das Verbrauchervertrauen beeinträchtigen, wie es bei vergangenen geopolitischen Konflikten zu beobachten war (siehe Abbildung 7, Grafik b). Zudem könnte ein Anstieg der Energiepreise das Wachstum des Realeinkommens dämpfen und dazu führen, dass sich die privaten Haushalte mit Ausgaben zurückhalten. Gleichzeitig dürfte die Dynamik der privaten Konsumausgaben auch weiterhin durch mehrere Faktoren getragen werden. So dürften die in den vergangenen Jahren verzeichneten Realeinkommenszuwächse und die Tatsache, dass die Realvermögensverluste aus dem Inflationsschub 2022 inzwischen wieder wettgemacht wurden, dazu beitragen, die Auswirkungen des Energiepreisschocks auf die privaten Haushalte abzufedern. Sie dürften damit die privaten Konsumausgaben stützen, die mittelfristig als wichtigster Wachstumsmotor gelten.

Abbildung 7
Private Konsumausgaben, Geschäfts- und Verbrauchererwartungen sowie Verbrauchervertrauen bei geopolitischen Konflikten



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage im Einzelhandel (ohne Kraftfahrzeuge) und nach konsumgewichteten Dienstleistungen auf die nächsten drei Monate. Die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen basiert auf den von der Europäischen Kommission im Rahmen ihrer Branchenumfrage im Dienstleistungssektor erhobenen sektoralen Indikatoren der erwarteten Nachfrage, gewichtet nach den sektoralen Anteilen des inländischen privaten Konsums aus den FIGARO-Input-Output-Tabellen für 2022. Die Zeitreihe für die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen ist für den Zeitraum von 2005 bis 2019 standardisiert, während die Zeitreihen für die Nachfrage im Einzelhandel und für das Verbrauchervertrauen für den Zeitraum von 1999 bis 2019 standardisiert sind. In Grafik b beziehen sich „Erster Golfkrieg“ auf die Ereignisse ab dem 2. August 1990, „Terroranschläge vom 11. September“ auf die Ereignisse im September 2001 und „Einmarsch Russlands in die Ukraine“ auf die Ereignisse ab dem 24. Februar 2022. Da die Umfrage der Europäischen Kommission in den ersten drei Wochen eines jeden Monats durchgeführt wird, werden Änderungen des Verbrauchervertrauens für die kommenden drei Monate (t bis t+3) im Vergleich zum Monat vor Beginn des Konflikts (t-1) berechnet. Ausgenommen hiervon ist der Einmarsch Russlands in die Ukraine. Hier werden Änderungen im Vergleich zum Monat, in dem der Konflikt begann (t), berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (private Konsumausgaben) bzw. Februar 2026 (alle anderen Variablen).

Die Unternehmensinvestitionen nahmen Ende 2025 weiter zu. Ungeachtet des wohl dämpfenden Effekts des Konflikts im Nahen Osten blieb die zugrunde

liegende Dynamik positiv. Die Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der volatilen immateriellen Investitionen in Irland) stiegen im vierten Quartal 2025 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, sodass sich für das Gesamtjahr eine Jahreswachstumsrate von 2,2 % ergab (siehe Abbildung 8, Grafik a). Das Wachstum im vierten Quartal wurde sowohl von den immateriellen Investitionen (ohne die Komponente der Investitionen in geistiges Eigentum in Irland) als auch von den Sachinvestitionen getragen, wobei Letztere durch einen Anstieg bei Ausrüstungen gestützt wurden. Anfang 2026, noch vor Beginn des Konflikts im Nahen Osten, deutete eine Reihe von Indikatoren auf ein anhaltendes Investitionswachstum hin. Vorläufige Daten aus Earnings Calls bis Ende Februar ließen auf eine Stimmungsaufhellung hinsichtlich der Unternehmensinvestitionen und -gewinne im ersten Quartal schließen. Auch die EMIs für die Produktion bzw. die Geschäftstätigkeit erholten sich von der Wachstumsdelle Ende 2025 und stiegen zum Jahresbeginn wieder kräftig an. Der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission hat sich – vor allem im Investitionsgütersektor (im Bereich der Sachanlagen) – ebenfalls langsam erholt, da in einigen Ländern eine steigende Nachfrage und zusätzliche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen erwartet werden. Bei den Anbietern immaterieller Vermögenswerte blieb das Vertrauen hoch, was unter anderem raschen Fortschritten im Bereich KI zu verdanken war, die digitale Investitionen weiter vorantreiben (siehe auch Kasten 5 und Kasten 6). Mit Blick auf die Zukunft dürfte die erneute Unsicherheit die Investitionen belasten, solange der Konflikt im Nahen Osten anhält.⁶ Allerdings dürften verbesserte Finanzierungsbedingungen, weitere vom NGEU-Programm erwartete Crowding-in-Effekte, der fortdauernde Aufbau von Verteidigungskapazitäten in vielen Ländern sowie der anhaltende Digitalisierungs- und KI-Investitionszyklus ein solides Investitionswachstum künftig unterstützen.

Die Wohnungsbauinvestitionen nahmen im vierten Quartal 2025 deutlich zu und dürften auf kurze Sicht weiter steigen. Im vierten Quartal 2025 erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 2,3 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 8, Grafik b). Der Zuwachs zeigte sich im Euroraum auf breiter Basis, fiel jedoch in Italien besonders stark aus. Dort waren die Wohnungsbauinvestitionen den jüngsten Daten zufolge bereits in den vorangegangenen Quartalen stärker gestiegen. Folglich wurde das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum insgesamt nach oben revidiert. Dies deutet darauf hin, dass die aktuelle Erholung kräftiger zu sein scheint als bislang geschätzt. Die Produktion im Hochbau und die spezialisierten Bautätigkeiten fielen im vierten Quartal durchschnittlich 0,3 % höher aus als im Vorquartal. Was die künftige Entwicklung betrifft, so stiegen im Februar sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten als auch der EMI für die Produktion im Wohnungsbau an. Beide Indizes waren im Januar noch gesunken. Die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude ging im Oktober und November im Vergleich zum dritten Quartal 2025 etwas zurück. Die weniger volatile Änderungsrate gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum blieb hingegen positiv, was auf kurze Sicht

⁶ Nachdem die Sentix-Indikatoren für das Anlegervertrauen zu Jahresbeginn kräftig gestiegen waren, sanken sie im März leicht, blieben aber auf Wachstumskurs. Demnach gingen die Anleger zu Beginn des Monats nicht von einem lang anhaltenden Konflikt im Nahen Osten aus.

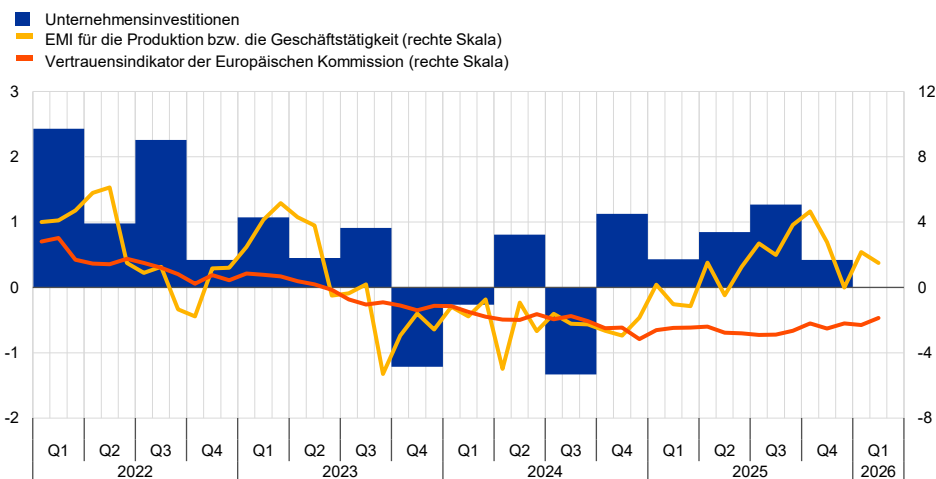
für eine weitere Erholung der Wohnungsbauinvestitionen spricht. Bestätigt wird diese Einschätzung auch dadurch, dass sich die Verbraucherstimmung in Bezug auf Wohnimmobilien aufhellt. So deutet die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen auf eine zunehmende Attraktivität von Wohnimmobilien als Wertanlage hin. Den Ergebnissen der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission zufolge zeigte sich auch bei den Bau- bzw. Kaufabsichten sowie bei den Renovierungs- und Modernisierungsabsichten der privaten Haushalte im ersten Quartal 2026 ein Anstieg. Verglichen mit anderen Nachfragekomponenten scheinen die Wohnungsbauinvestitionen weniger stark von den unmittelbaren Auswirkungen des jüngsten Konflikts im Nahen Osten betroffen zu sein. Dennoch könnten höhere Baukosten und die erneute Unsicherheit für einen negativen Effekt sorgen, sollte sich dieser Schock als persistent erweisen.

Abbildung 8

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

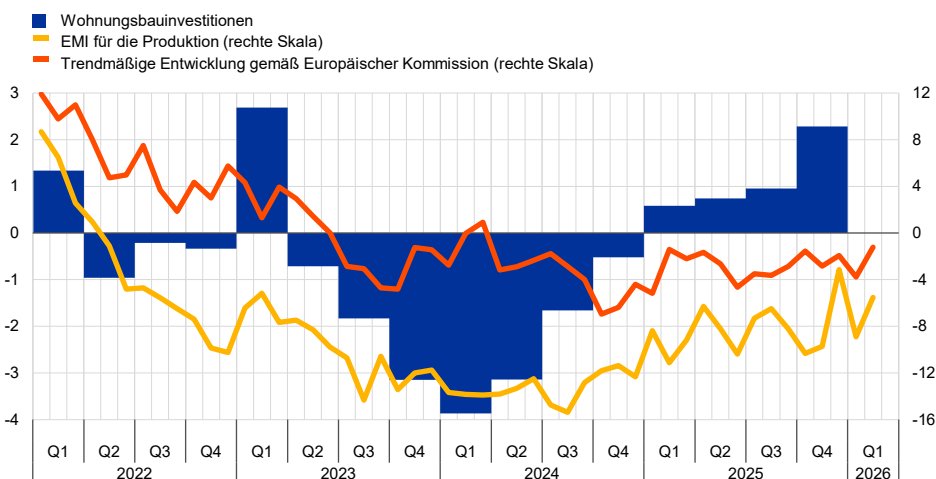
a) Unternehmensinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in % und Diffusionsindex)



b) Wohnungsbauinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in % und Diffusionsindex)



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 sind gewichtete Durchschnittswerte der Daten aus dem Investitionsgütersektor (Anbieter von Sachanlagen) und dem Sektor Information und Kommunikation (wichtigster Anbieter immaterieller Vermögenswerte), wobei es sich bei den Gewichten um die Anteile von Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten an den Investitionen ohne Bauten von 2024-2025 handelt. Beim Sektor Information und Kommunikation wurde der gewichtete Durchschnitt der folgenden Teilssektoren verwendet: Verlagswesen (NACE J58), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie (NACE J62) und Informationsdienstleistungen (NACE J63) für den Vertrauensindikator der Europäischen Kommission und NACE J62 für den EMI für die Produktion bzw. die Geschäftstätigkeit. Dies ist auf die Datenverfügbarkeit zurückzuführen. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator wurde normalisiert auf den Durchschnitt und auf die Standardabweichung der Zeitreihe von 2015 bis 2019. In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten als gewichteten Durchschnitt dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie, die den EMI für die Produktion darstellt, bezieht sich auf den Wohnungsbau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (Investitionen) bzw. Februar 2026 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission erhobene Indikatoren).

Nach wie vor belasten die von den USA erhobenen Zölle, die zurückliegende Aufwertung des Euro und die schwache weltweite Nachfrage die Ausfuhren aus dem Euroraum. Die Gesamtausfuhren des Euroraums sanken im vierten Quartal 2025 um 0,4 %. Ausschlaggebend hierfür war ein moderater Rückgang der

Warenausfuhren von 0,9 % gegenüber dem Vorquartal, der damit zusammenhängt, dass sich die Entwicklung der Pharmaexporte Irlands in die USA umkehrte. So verringerten sich Letztere wieder, nachdem sie im September 2025 sprunghaft angestiegen waren. Auch die Ausfuhren nach China sanken angesichts des Wettbewerbsdrucks am chinesischen Markt. Aufgrund des Krieges im Nahen Osten drohen Unterbrechungen beim Handel und bei den Öllieferungen, was die Handelsaktivitäten im Euroraum weiter belasten könnte. Die Gesamtimporte verringerten sich im vierten Quartal 2025 leicht um 0,2 %, da die Dienstleistungsimporte gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % zurückgingen. Zugleich sanken die Importpreise weiter und waren im November 2,3 % niedriger als ein Jahr zuvor. In diesem Rückgang schlagen sich die vergangene Aufwertung des Euro und der von China ausgehende Abwärtsdruck auf die Preise nieder. Zukunftsgerichtete Umfrageindikatoren deuten nach wie vor auf einen schwachen Auftragseingang im Exportgeschäft hin, und zwar sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor.

Der Krieg im Nahen Osten belastet die Realeinkommen und das Vertrauen.

Folglich wurden im Basisszenario der Projektionen vor allem für 2026 die Konsumausgaben und die Investitionen nach unten revidiert. In alternativen Szenarios, die einen schwerwiegenderen und länger anhaltenden Energiepreisschock zugrunde legen, fällt die Abwärtsrevision sogar noch stärker aus. Die Auswirkungen des Konflikts lassen für 2026 ein geringeres BIP-Wachstum erwarten, in dem sich Energiepreis-, Vertrauens- und Unsicherheitsschocks widerspiegeln dürften. Im Einklang mit den marktbasieren Erwartungen zum Redaktionsschluss am 11. März 2026 wird in Bezug auf den Energiepreisschock eine temporäre Wirkung angenommen. Weiterhin gestützt werden die Aussichten jedoch durch die zusätzlichen öffentlichen Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung, die Bilanzstärke des privaten Sektors und den robusten Arbeitsmarkt. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP liegt den Projektionen zufolge 2026 bei 0,9 %, 2027 bei 1,3 % und 2028 bei 1,4 %. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2025 wurde sie für die Jahre 2026 und 2027 um 0,3 bzw. 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Da die Unsicherheit sehr hoch ist und die Auswirkungen des jüngsten Konflikts im Nahen Osten stark von dessen Dauer und Intensität abhängen, sollte das Basisszenario als eines von mehreren plausiblen Ergebnissen und nicht als das wahrscheinlichste Ergebnis interpretiert werden. Um die Abwärtsrisiken für das Basisszenario zu beurteilen, wurden einige illustrative alternative Szenarios mit unterschiedlichen Annahmen zu Dauer, Intensität und wirtschaftlicher Tragweite des Konflikts erstellt. Die Szenarioanalyse deutet darauf hin, dass im Falle einer länger anhaltenden Störung der Öl- und Gaslieferungen das BIP-Wachstum niedriger wäre als im Basisszenario der Projektionen angenommen.

3 Preise und Kosten

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum liegt nach wie vor in der Nähe des mittelfristigen Zielwerts des EZB-Rats von 2 %. Sie erhöhte sich von 1,7 % im Januar 2026 auf 1,9 % im Februar, was vor allem auf einen stärkeren Preisauftrieb bei Energie und auf einen Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) zurückzuführen war, während die Teuerung bei Nahrungsmitteln rückläufig war.⁷ Die HVPIX-Inflation nahm von 2,2 % im Januar auf 2,4 % im Februar zu. Ursache hierfür war vor allem die stärkere Verteuerung von Waren und Dienstleistungen. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den vergangenen Monaten kaum verändert und stehen nach wie vor im Einklang mit dem mittelfristigen 2%-Ziel. Im vierten Quartal 2025 schwächte sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 3,7 % ab, nachdem sie im Vorquartal 4,0 % betragen hatte. Damit beläuft sich die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Jahr 2025 auf 3,9 %, verglichen mit 4,5 % im Jahr 2024.

Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2026 davon aus, dass die Gesamtinflation von 2,1 % im Jahr 2025 auf 2,6 % im Jahr 2026 steigen, 2027 auf 2,0 % sinken und sich 2028 wieder leicht auf 2,1 % erhöhen wird. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2025 wurde die Gesamtinflation somit nach oben revidiert, worin sich die Folgen des Krieges im Nahen Osten widerspiegeln. Angesichts der sehr hohen Unsicherheit und der starken Abhängigkeit der Inflationsaussichten von der Dauer und der Intensität des Konflikts wird das Basisszenario durch einige illustrative alternative Szenarios ergänzt, die mit den Projektionen auf der EZB-Website veröffentlicht werden.⁸

Die HVPI-Inflation im Euroraum stieg von 1,7 % im Januar 2026 auf 1,9 % im Februar (siehe Abbildung 9). Auslöser für diese Zunahme waren Entwicklungen der Teuerungsrate für Energie sowie des HVPIX, wohingegen die Teuerung bei Nahrungsmitteln leicht nachgab. Die Jahresänderungsrate der Energiepreise lag nach wie vor im negativen Bereich, wenngleich sie mit -3,1 % im Februar weniger negativ ausfiel als im Januar (-4,0 %). Hierin spiegelte sich ein aufwärtsgerichteter Basiseffekt wider. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln verringerte sich leicht von 2,6 % im Januar auf 2,5 % im Februar. Innerhalb dieser Kategorie sank die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel von 2,0 % im Januar auf 1,8 % im Februar. Dies glich einen Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel von 4,2 % auf 4,6 % im selben Zeitraum aus. Die HVPIX-Inflation zog leicht von 2,2 % im Januar auf 2,4 % im Februar an, was auf eine höhere Teuerungsrate sowohl für Industrieerzeugnisse ohne Energie als auch für Dienstleistungen zurückzuführen war. Der Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie erhöhte sich von 0,4 % im Januar auf 0,7 % im Februar. Ursächlich

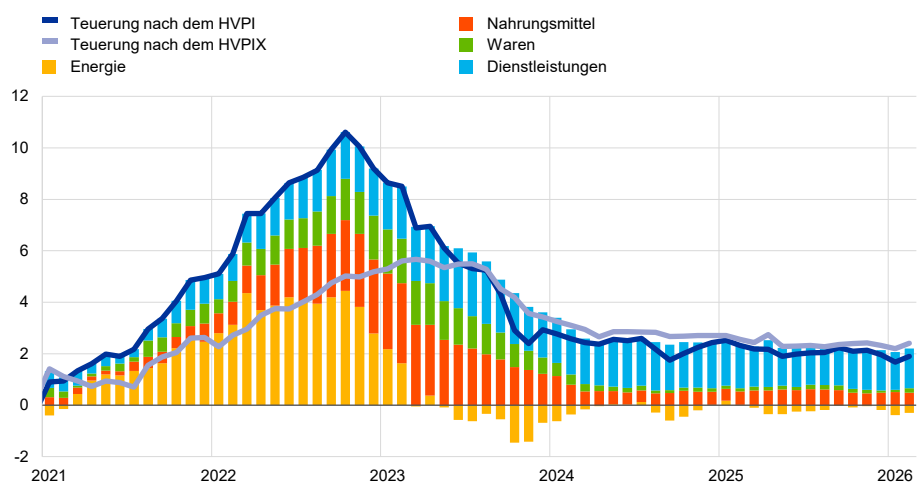
⁷ Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 18. März 2026. Der von Eurostat am 31. März 2026 veröffentlichten Schnellschätzung zufolge stieg die jährliche Inflation im Euroraum im März 2026 auf 2,5 %.

⁸ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2026.

hierfür waren in erster Linie die Positionen Bekleidung, Personenkraftwagen, Schmuck und Uhren, Computer und andere Informations- und Kommunikationsgeräte. Die Teuerung bei den Dienstleistungen stieg im selben Zeitraum von 3,2 % auf 3,4 %. Diese Zunahme beruhte vor allem auf den Teilkomponenten Freizeit, insbesondere Beherbergung, und Verkehr. Teilweise ausgeglichen wurde sie durch die etwas niedrigeren Raten bei anderen Dienstleistungen und Wohnungsdienstleistungen.

Abbildung 9
Gesamteinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Waren“ umfasst Industrieerzeugnisse ohne Energie. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026.

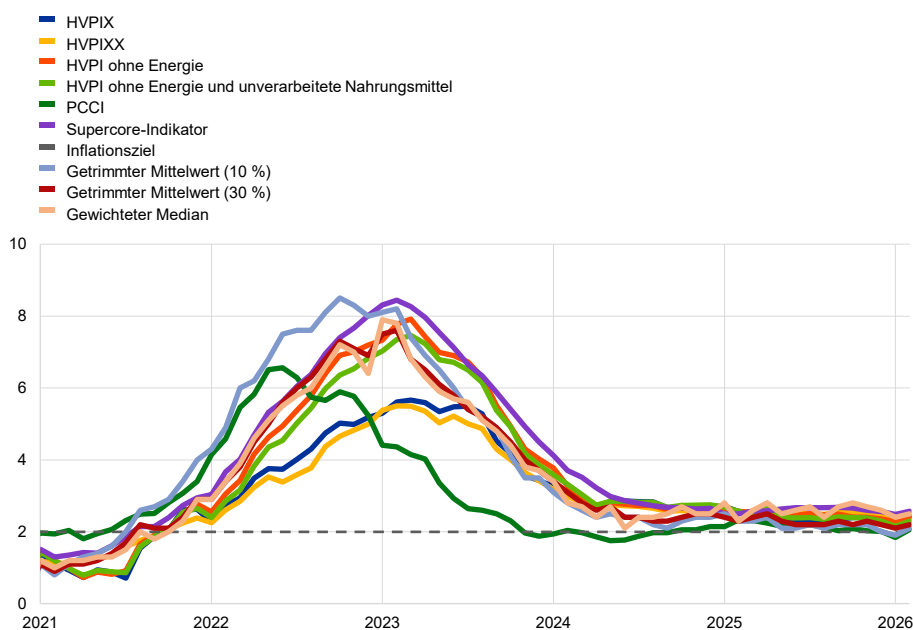
Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich im Februar leicht erhöht (siehe Abbildung 10).⁹ Unter diesen Messgrößen blieb nur die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung unverändert. Vorübergehende Faktoren wie die Olympischen Spiele könnten sich auf einige der Messgrößen ausgewirkt haben. Alle modellbasierten Messgrößen wiesen eine Zunahme auf. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) stieg von 1,8 % im Januar auf 2,1 % im Februar. Zugleich erhöhte sich der Supercore-Indikator, der konjunkturresistente HVPI-Komponenten umfasst, von 2,5 % auf 2,6 %.

⁹ Die Ergebnisse der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation basieren nun auf der Europäischen Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs, Version 2 (ECOICOP 2). Diese enthält überarbeitete historische Gewichtungen, außerdem wurden Glücksspiele als neues Element in die Produktabdeckung des HVPI aufgenommen. Durch diese methodischen Änderungen hat sich die Vergleichbarkeit mit früheren Ergebnissen etwas verringert, allerdings dürfte sich dies bei den Hauptaggregaten in Grenzen halten. Weitere Informationen finden sich in Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Europäische Kommission, Luxemburg, 25. Februar 2026. Die Methode für die Zusammenstellung des Supercore-Indikators wurde ebenfalls weiterentwickelt.

Abbildung 10

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

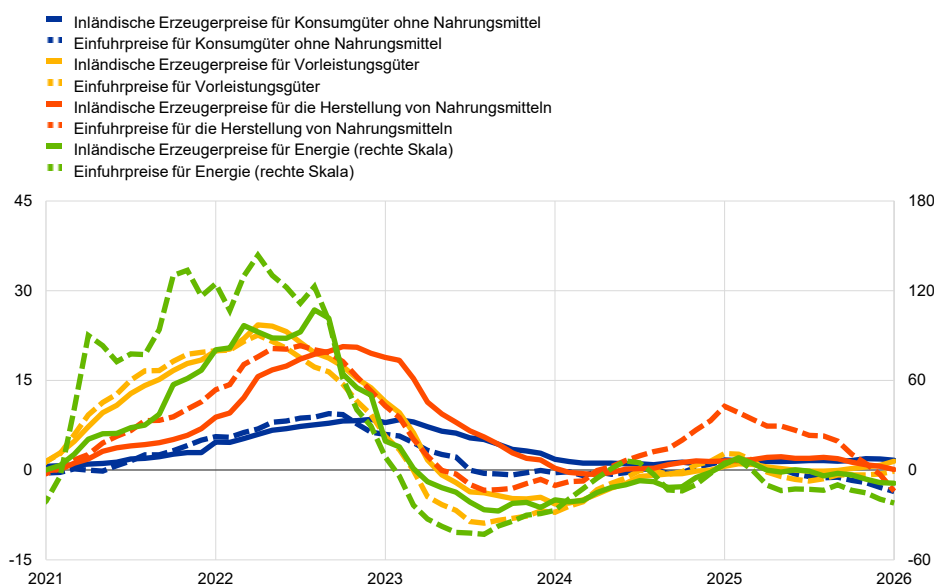
Anmerkung: Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % dar. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. HVPIXX steht für den HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026.

Vor der Eskalation des Krieges im Nahen Osten deuteten die Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette darauf hin, dass sich der Inflationsdruck auf den nachgelagerten Stufen abschwächt (siehe Abbildung 11). Auf den vorgelagerten Stufen fiel die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie weiter in den negativen Bereich. Sie sank von -8,4 % im Dezember 2025 auf -8,9 % im Januar 2026. Bei den Vorleistungsgütern blieb der Preisdruck dagegen erhöht, was durch die gestiegenen inländischen Erzeugerpreise und Einfuhrpreise bedingt war. Insgesamt signalisierte der Preisdruck auf den nachgelagerten Stufen im Bereich der Konsumgüter eine Abschwächung, denn die Änderungsraten sowohl der Einfuhrpreise (-3,6 %) als auch der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel (1,6 %) verringerten sich. Zugleich sank auch die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel (0,6 %), und jene der Importpreise für verarbeitete Nahrungsmittel ging – ausgehend von ihrem Höchststand von 10,6 % im Januar 2025 – binnen Jahresfrist weiter auf -3,6 % zurück. Diese Dynamik spiegelt die vorangegangene Aufwertung des Euro und möglicherweise auch die verstärkte Fokussierung Chinas auf den Euroraum als Exportmarkt wider. Die Daten stammen aus der Zeit vor Ausbruch des Krieges im Nahen Osten. Insbesondere die Preisentwicklung bei Energie und Nahrungsmitteln sowie der allgemeine Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen werden daher genau beobachtet.

Abbildung 11

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck erhöhte sich im vierten Quartal 2025 weiter auf 2,5 % nach 2,4 % im Vorquartal (siehe Abbildung 12).

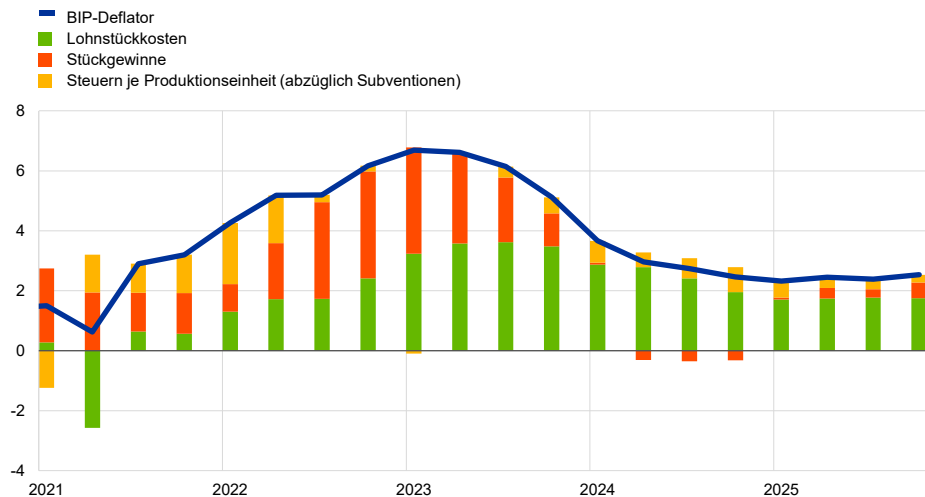
Darin spiegelt sich ein etwas stärkerer Beitrag der Stückgewinne (Zunahme von 0,3 Prozentpunkten auf 0,5 Prozentpunkte) wider, wohingegen die Beiträge der Lohnstückkosten und der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) unverändert blieben. Die Jahresänderungsrate der Stückgewinne stieg deutlich an, während jene der Lohnstückkosten leicht abnahm. Ursächlich für diese Abnahme war ein Rückgang der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 4,0 % auf 3,7 %, der teilweise durch ein Absinken des Wachstums der Arbeitsproduktivität von 0,8 % auf 0,6 % ausgeglichen wurde. Die rückläufige Entwicklung der Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer war auf einen geringeren Beitrag der Lohndrift zurückzuführen; dieser war von 1,9 Prozentpunkten im dritten Quartal 2025 auf 0,4 Prozentpunkte im vierten Quartal gesunken. Dadurch wurde der im selben Zeitraum zu beobachtende stärkere Anstieg der Tariflöhne von 1,9 % auf 3,0 % zum Teil ausgeglichen. Der Indikator der EZB für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der Daten zu Tarifabschlüssen bis Ende Februar 2026 berücksichtigt, lag bei 2,6 % und wurde damit gegenüber der vorherigen Datenveröffentlichung um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Dies deutet darauf hin, dass der vom Anstieg der Tarifverdienste ausgehende Druck im ersten Halbjahr 2026 nachlassen und sich 2026 auf niedrigerem Niveau stabilisieren wird.¹⁰ Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2026 davon

¹⁰ Weitere Einzelheiten finden sich in EZB, [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet weiterhin auf einen nachlassenden Lohndruck bei den Tarifverdiensten im Jahr 2026 hin](#), Pressemitteilung vom 23. März 2026.

aus, dass die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von durchschnittlich 3,9 % im Jahr 2025 auf 3,1 % im vierten Quartal 2026 abnehmen und dann in den Jahren 2027 und 2028 in etwa auf diesem Niveau bleiben wird.

Abbildung 12
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während von der Arbeitsproduktivität ein negativer Beitrag ausgeht. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

Im Berichtszeitraum vom 18. Dezember 2025 bis zum 18. März 2026 stiegen die kurzfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (siehe Abbildung 13, Grafik a) deutlich an, da der Krieg im Nahen Osten die Energiepreise in die Höhe trieb. Die längerfristigen Inflationserwartungen blieben dagegen fest bei 2 % verankert. Nach einer längeren Phase geringer Volatilität haben sich die kurzfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs aufgrund des sprunghaften Anstiegs der Energiepreise nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten erheblich nach oben entwickelt. Ein Schlüsselfaktor bei der Neubewertung war die Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes und der Dauer des Konflikts. Am Ende des Berichtszeitraums lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr bei 2,1 % und damit rund 40 Basispunkte über dem Wert zu Beginn des Berichtszeitraums. Bei den mittleren und längeren Laufzeiten waren die Veränderungen des Inflationsausgleichs geringer. Konkret stieg der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, bedingt durch Veränderungen sowohl der Inflationsrisikoprämien als auch der Inflationserwartungen, um rund 10 Basispunkte. Bereinigt um die Inflationsrisikoprämien blieb die marktbasieren Messgröße der längerfristigen Inflationserwartungen jedoch fest bei 2 % verankert und unterstützt damit die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des mittelfristigen Zielwerts des EZB-Rats von 2 %. Sowohl laut dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2026 als auch der SMA-Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten für März 2026 beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen sowie der Median dieser Erwartungen nach wie vor auf 2 %.

Die vergangenheitsbezogene Inflationswahrnehmung der Verbraucher sowie deren kurz- und mittelfristige Inflationserwartungen blieben im Februar 2026 entweder stabil oder gingen zurück (siehe Abbildung 13, Grafik b).

Die Datenerhebung für die CES-Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen endete am 2. März; allerdings gingen nur 3,5 % der Antworten nach dem am 28. Februar erfolgten Ausbruch des Krieges im Nahen Osten ein. Laut der CES-Umfrage für Februar 2026 blieb der Median der von den Verbrauchern in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation mit 3,0 % stabil.¹¹ Der Median der Inflationserwartungen für die kommenden zwölf Monate und die kommenden drei Jahre verringerte sich von 2,6 % im Januar auf zuletzt 2,5 %, während der Median der Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren mit 2,3 % unverändert blieb.

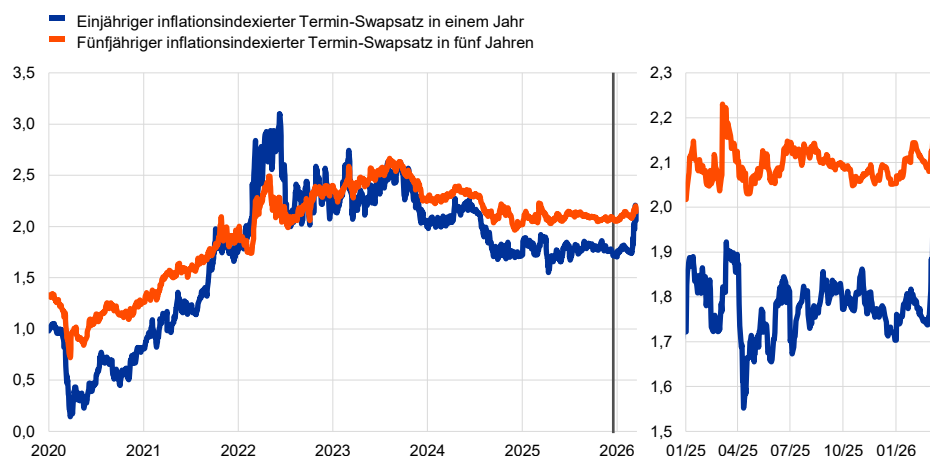
¹¹ Die Datenerhebung für die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für Februar 2026 endete am 2. März 2026.

Abbildung 13

Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs und Inflationserwartungen der Verbraucher

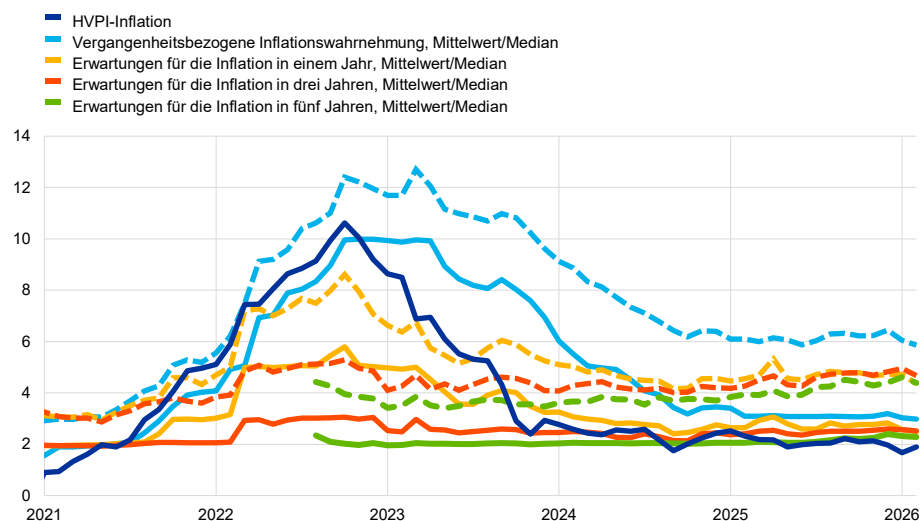
a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG), Eurostat, Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen 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 18. Dezember 2025. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 13. März 2026 (Grafik a) bzw. Februar 2026 (Grafik b).

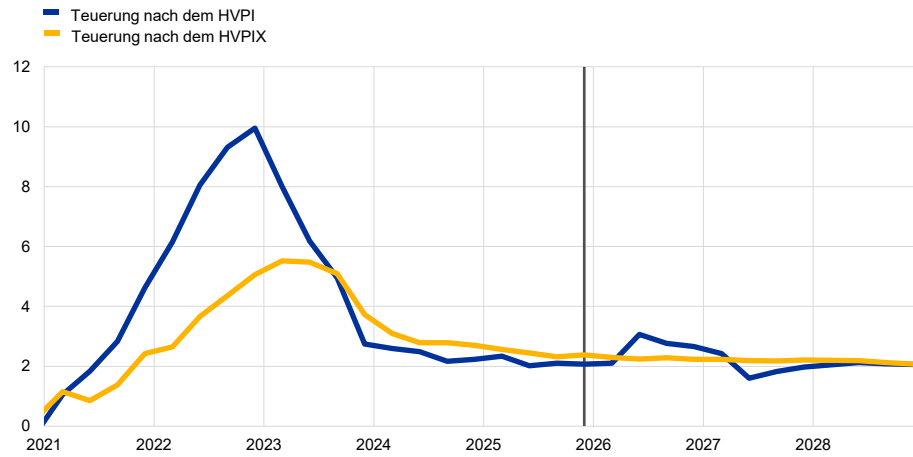
Den Projektionen vom März 2026 zufolge wird die Gesamtinflation von 2,1 % im Jahr 2025 auf 2,6 % im Jahr 2026 steigen, 2027 auf 2,0 % zurückgehen und sich 2028 wieder auf 2,1 % erhöhen (siehe Abbildung 14). Die kurzfristige Entwicklung wird von der jüngsten Eskalation des Krieges im Nahen Osten beeinflusst, die die Energiepreise in die Höhe getrieben hat. So wird erwartet, dass sich die Gesamtinflation nach dem sprunghaften Anstieg der Energiepreise im ersten Halbjahr 2026 ebenfalls erhöhen und von 2,1 % im ersten Quartal 2026 auf 3,1 % im

zweiten Quartal steigen wird, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte wieder auf 2,7 % zurückgehen wird. Die für 2026 projizierte höhere durchschnittliche Inflationsrate hängt mit dem Preisschub bei Energie und mit einer Zunahme der Teuerung bei Nahrungsmitteln im späteren Jahresverlauf zusammen. Zuzuschreiben ist dies dem von den Energiepreisen und anderen Vorleistungskosten ausgehenden Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen. Der HVPIX dürfte sich bei rund 2,3 % stabilisieren, wobei die indirekten Auswirkungen des Preisauftriebs bei Energie begrenzt sein dürften. Die Verringerung der Gesamtteuerungsrate im Jahr 2027 ist hauptsächlich auf abwärtsgerichtete Basiseffekte und sinkende Energiepreise zurückzuführen. Die Teuerung nach dem HVPIX dürfte etwas zurückgehen, während der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln voraussichtlich weiter zunehmen wird. Im Jahr 2028 wird die Gesamtinflation den Projektionen zufolge steigen, wofür in erster Linie eine signifikante Verstärkung des Preisauftriebs bei Energie infolge der finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen und konkret die Einführung des EU-EHS 2 verantwortlich sein dürften. Verglichen mit den Projektionen vom Dezember 2025 wurde die HVPI-Gesamtinflation für 2026 um 0,7 Prozentpunkte nach oben revidiert, was in erster Linie dem Energiepreisanstieg zuzuschreiben war. Die Aufwärtsrevisionen für 2027 und 2028 fielen wegen der Entwicklung der Indexkomponenten ohne Energie deutlich geringer aus. Die Aufwärtsrevision der Gesamtinflation in den Jahren 2027 und 2028 spiegelt das verzögerte Durchwirken des von den höheren Energiepreisen ausgehenden stärkeren Kostendrucks auf die am HVPIX gemessene Teuerung und die Nahrungsmittelkomponente wider. Die Teuerung nach dem HVPIX dürfte sich als etwas hartnäckiger erweisen, aber dennoch in jedem Jahr des Projektionszeitraums um 0,1 Prozentpunkte zurückgehen und damit von 2,4 % im Jahr 2025 auf 2,1 % im Jahr 2028 sinken. Die Aufwärtsrevisionen der Teuerung bei Nahrungsmitteln und nach dem HVPIX spiegeln zum Teil eine begrenzte Aufwärtsanpassung auf der Grundlage der Einschätzung der Fachleute wider. Ziel dieser Anpassung ist es, stärkere Weitergabeneffekte der höheren Energiepreise zu erfassen, die von den herkömmlichen Modellierungsinstrumenten bei großen Energiepreisschocks möglicherweise etwas unterschätzt werden. Angesichts der sehr hohen Unsicherheit und der starken Abhängigkeit von der Dauer und Intensität des Konflikts sollte das Basisszenario als eines von verschiedenen möglichen Ergebnissen und nicht als das wahrscheinlichste Ergebnis angesehen werden. Zur Beurteilung der Risiken für das Basisszenario wurden einige illustrative alternative Szenarios auf der Grundlage unterschiedlicher Annahmen zu der Dauer, Intensität und den wirtschaftlichen Folgen des Konflikts entwickelt. Die Szenarioanalyse zeigt, dass eine länger anhaltende Störung der Energieversorgung in Verbindung mit stärkeren Zweitrundeneffekten mittelfristig zu einem hartnäckigeren Inflationsdruck führen könnte.

Abbildung 14

Teuerung nach dem HVPI und HVPIX im Euroraum

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und [Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#) vom März 2026.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2028 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2026 wurden am 13. März 2026 fertiggestellt. Stichtag für die technischen Annahmen war der 11. März 2026. Sowohl die historischen als auch die projizierten Daten für die Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

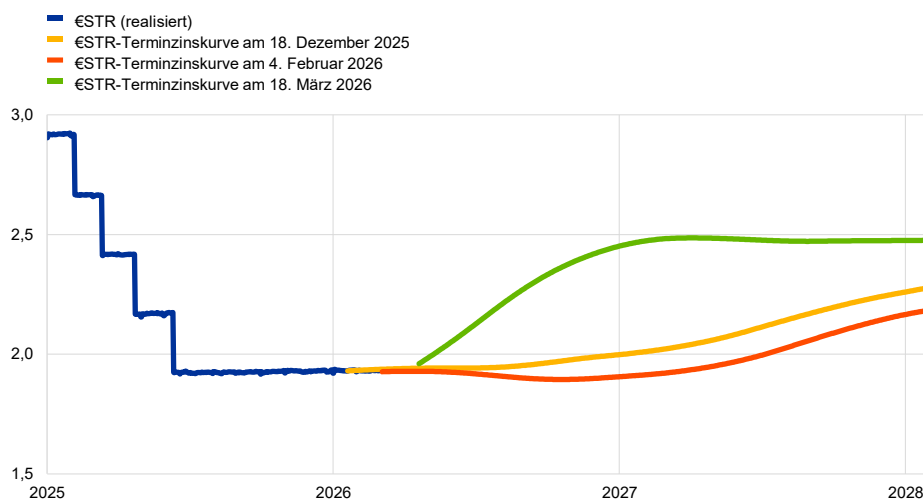
4 Finanzmarktentwicklungen

Die Finanzmärkte im Euroraum verzeichneten gegen Ende des Berichtszeitraums (18. Dezember 2025 bis 18. März 2026) umfassende und von Volatilität geprägte Preiskorrekturen, die durch den Beginn des Krieges im Nahen Osten Ende Februar ausgelöst wurden. Sprunghaft gestiegene Energiepreise und eine Verkaufswelle an den Aktienmärkten sowie ein höherer Inflationsausgleich und die Erwartung steigender Zinsen bestimmten diese Korrekturen. Die Unsicherheit bezüglich des Ausmaßes und der Dauer des Konflikts hat die jüngsten und für die Zukunft erwarteten Marktentwicklungen entscheidend beeinflusst. Die Terminkurve des risikofreien Zinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) preiste am Ende des Berichtszeitraums kumulierte Zinsanhebungen im Euroraum von rund 50 Basispunkten bis Ende 2026 ein. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen notierten höher, während sich die Renditeabstände angesichts einer gestiegenen Risikoaversion ausweiteten, obwohl die Streuung der Renditen über die einzelnen Euro-Länder hinweg weiterhin gering war. Insgesamt zeigten sich die Aktien des Euroraums widerstandsfähig. Dennoch war die Verkaufswelle nach Kriegsbeginn in den energieintensiven Sektoren besonders ausgeprägt. Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen vergrößerten sich im Zuge der kriegsbedingten Unsicherheit. An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar (-1,9 %) als auch in handlungsgewichteter Rechnung (-1,6 %) ab. Grund hierfür waren zum Teil die durch den Krieg im Nahen Osten ausgelösten energiebedingten Terms-of-Trade-Schocks.

Die kurz- und langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen im Berichtszeitraum bei erhöhter Volatilität an. Verantwortlich hierfür war der Kriegsausbruch im Nahen Osten (siehe Abbildung 15). Der Referenzzinssatz €STR lag am Ende des Berichtszeitraums bei 1,93 %, nachdem der EZB-Rat auf seinen Sitzungen im Dezember 2025 und Februar 2026 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Überschussliquidität sank um etwa 91 Mrd. € auf 2 379 Mrd. €. Dies war in erster Linie auf die anhaltende Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren zurückzuführen. Während die kurzfristigen Terminalsätze in der Zeit zwischen den beiden EZB-Ratssitzungen zunächst sanken, erholten sie sich anschließend infolge der erhöhten geopolitischen Spannungen und weltweit steigenden Energiepreise wieder und konnten den früheren Rückgang damit mehr als ausgleichen. Die Eskalation des Konflikts im Nahen Osten löste eine deutliche Neubewertung der kurzfristigen Leitzinserwartungen aus. Zuletzt implizierte die €STR-Terminzinskurve kumulierte Zinsanhebungen von 50 Basispunkten bis zum Jahresende. Blickt man über das Jahr 2027 hinaus, so verschiebt sich die €STR-Terminzinskurve in Anbetracht der hohen Unsicherheit hinsichtlich der Dauer des Konflikts und des volatilen Energiemarkts anhaltend nach oben. Der zehnjährige nominale Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) erhöhte sich im Berichtszeitraum insgesamt um rund 10 Basispunkte auf 2,8 %.

Abbildung 15
€STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg Finance L.P. und EZB-Berechnungen.

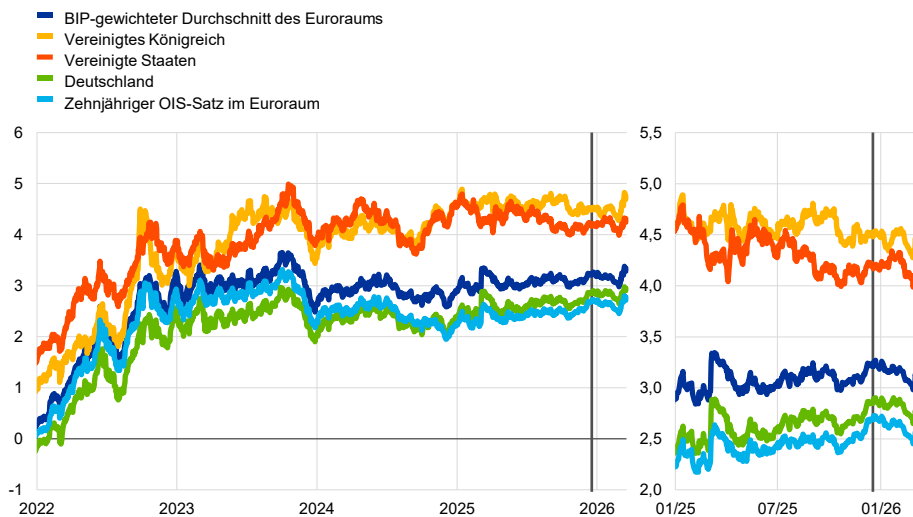
Anmerkung: Die Terminzinsskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

Gegen Ende des Berichtszeitraums notierten die Renditen langfristiger Staatsanleihen höher, und die Renditeabstände weiteten sich infolge einer gestiegenen Risikoaversion etwas aus (siehe Abbildung 16 und 17). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitle im Eurogebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum um rund 15 Basispunkte auf rund 3,3 %. Zu Beginn des Berichtszeitraums bewegten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum weitgehend im Gleichlauf mit dem risikofreien OIS-Satz (siehe Abbildung 17). Nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten vergrößerte sich der Abstand gegenüber dem risikofreien Zinssatz in den meisten Ländern des Euroraums, verringerte sich jedoch geringfügig für Deutschland, dem Umschichtungen in sichere Anlagen zugutekamen. Die an der Querschnittsstandardabweichung der Staatsanleiherenditen gemessene Renditestreueung lag allerdings nach wie vor in der Nähe des vor der globalen Finanzkrise beobachteten relativ niedrigen Niveaus. Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen im Berichtszeitraum um rund 15 Basispunkte auf 4,3 % und entwickelten sich damit im Einklang mit einer breiter angelegten globalen Neubewertung von Staatsanleihen, die durch die erhöhten geopolitischen Spannungen ausgelöst wurde.

Abbildung 16

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

(in % p. a.)



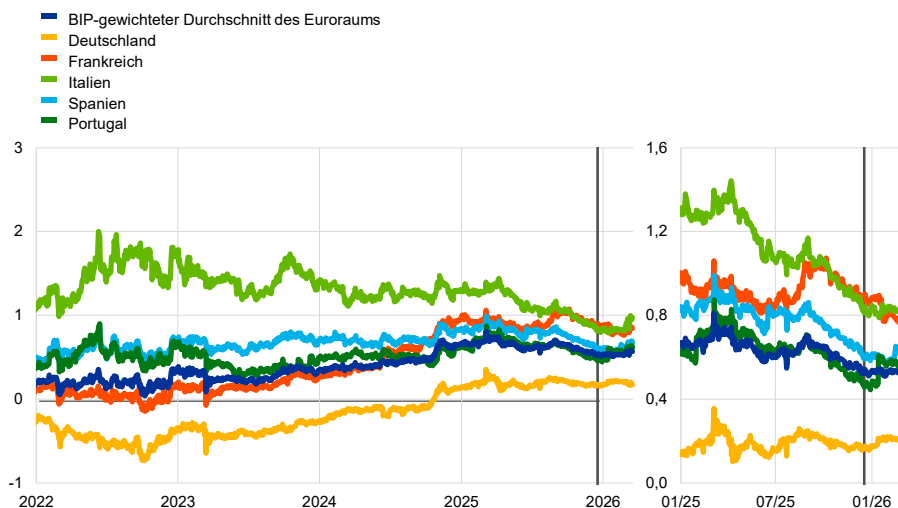
Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 18. Dezember 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. März 2026.

Abbildung 17

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

(in Prozentpunkten)



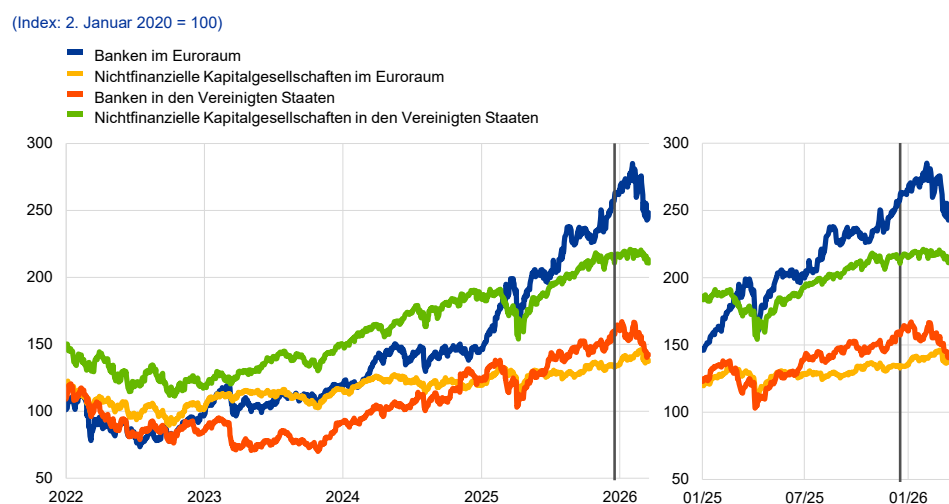
Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 18. Dezember 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. März 2026.

Die Aktienmärkte im Euroraum verzeichneten eine erhebliche Verkaufswelle, die der steigenden Risikoaversion nach Ausbruch des Krieges geschuldet war. Damit wurden die zu Beginn des Berichtszeitraums verbuchten umfangreichen Kursgewinne weitgehend aufgezehrt (siehe Abbildung 18). Insgesamt erwiesen sich die Aktienindizes des Euroraums als widerstandsfähig. Der Teilindex für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg dabei um 0,8 %. Bankaktien gaben

hingegen vor dem Hintergrund einer Abflachung der Zinsstrukturkurve um 5,2 % nach. In den Vereinigten Staaten sank der marktweite Aktienindex um 2,3 %. Der Index für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fiel dort um 1,6 % und der für Banken um 9,6 %. Zu Beginn des Berichtszeitraums hatten Sorgen vor einer Überbewertung von KI-Unternehmen in den Vereinigten Staaten zur Folge, dass sich die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten und im Euroraum nicht mehr so stark im Gleichlauf entwickelten. So schnitten Aktien aus dem Euroraum besser ab als ihre Pendanten aus den USA. Der Ausbruch des Krieges im Nahen Osten führte zu einem Anstieg der Marktvolatilität und zu einer abnehmenden Risikoneigung, die beiderseits des Atlantiks eine Verkaufswelle nach sich zogen. Davon waren die Aktien aus dem Eurogebiet stärker betroffen als US-Aktien, da der Euroraum in höherem Maße von Energieimporten abhängig ist.

Abbildung 18
Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 18. Dezember 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 18. März 2026.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum blieben zu Beginn des Berichtszeitraums sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment gering. Nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten weiteten sie sich dann etwas aus. Die Risikobereitschaft war insgesamt nach wie vor robust, wenngleich sie nach Beginn des Konflikts nachließ und gegen Ende des Berichtszeitraums zu einer Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen beitrug. Die Ausweitung fiel im Hochzinssegment des Euroraums am stärksten aus; dort vergrößerten sich die Abstände um etwa 30 Basispunkte. Gleichzeitig weiteten sich die Renditeabstände im Investment-Grade-Segment sowohl bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch bei finanziellen Kapitalgesellschaften um rund 10 Basispunkte aus.

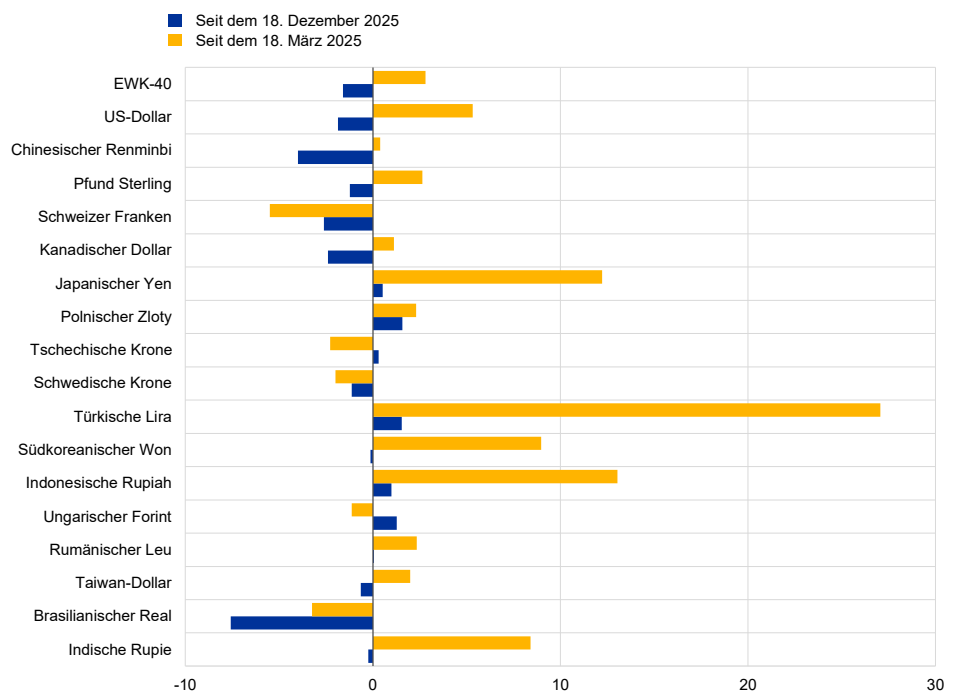
An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in handelsgewichteter Rechnung ab (siehe Abbildung 19). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, fiel im Berichtszeitraum um 1,6 %.

Dieser Rückgang spiegelte eine Schwächung des Euro gegenüber den Währungen vieler der wichtigsten Handelspartner des Euroraums wider. So verbuchte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar ein Minus von 1,9 % und notierte bei 1,15 US-Dollar je Euro. Im Januar 2026 wertete der Euro zunächst auf, schwächte sich aber im weiteren Verlauf wieder ab, was der allgemeinen Stärkung des US-Dollar geschuldet war, die sich angesichts der zunehmenden geopolitischen Spannungen und der Sorgen um die Energieversorgung infolge des Krieges im Nahen Osten beobachten ließ. Der Euro gab auch gegenüber dem chinesischen Renminbi nach (-4,0 %), der während des Berichtszeitraums schrittweise aufwertete und die Gewinne des Euro von Anfang 2025 zum Teil umkehrte. An Boden verlor der Euro zudem gegenüber dem Pfund Sterling (-1,2 %), dem Schweizer Franken (-2,6 %) und dem brasilianischen Real (-7,6 %). Grund hierfür war die durch den Krieg im Nahen Osten bedingte steigende Unsicherheit. Weitgehend stabil zeigte sich die Gemeinschaftswährung indessen gegenüber dem japanischen Yen (+0,5 %), während sie gegenüber dem polnischen Zloty (+1,6 %) und der türkischen Lira (+1,5 %) an Wert gewann.

Abbildung 19

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-40“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 40 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 18. März 2026.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

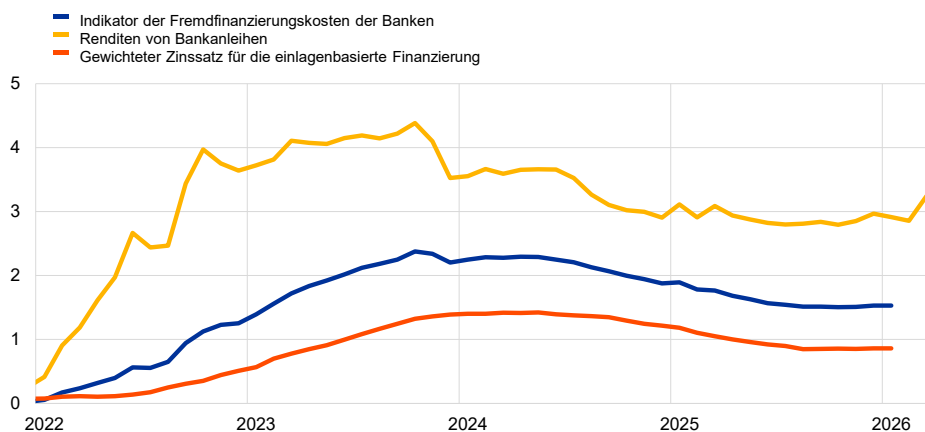
Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte waren bis Januar 2026 im Wesentlichen stabil. Seit der letzten EZB-Ratssitzung – die nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten stattfand – haben sie sich jedoch verschärft. Im Januar verharrten die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen bei 3,6 %. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite erhöhte sich indes leicht auf 3,4 %. Das Wachstum der Unternehmenskredite schwächte sich etwas ab, während das Wachstum der Kredite an private Haushalte stabil blieb. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 erhöhte sich auf 3,3 %. Im Berichtszeitraum vom 18. Dezember 2025 bis zum 18. März 2026 nahmen die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierende Fremdfinanzierung und die Finanzierung über Eigenkapital zu, und auch die Renditen von Bankanleihen stiegen an.

Die Finanzierungskosten der Banken blieben bis Januar 2026 weitgehend stabil. Anfang März kam es jedoch bei den Renditen von Bankanleihen zu einer deutlichen Neubewertung. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum lag im Januar unverändert auf dem seit Juli 2025 verzeichneten Niveau von 1,5 % (siehe Abbildung 20). Die Renditen von Bankanleihen waren im Januar stabil und haben sich seit Anfang 2025 um einen Wert von 3 % bewegt. Die bis zum 18. März 2026 verfügbaren vorläufigen Daten deuten jedoch darauf hin, dass sie nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten am 28. Februar deutlich anstiegen (um rund 40 Basispunkte) und auch weiterhin Aufwärtsdruck auf die Finanzierungskosten der Banken ausüben dürften. Der gewichtete Einlagenzins war im Januar mit 0,9 % ebenfalls unverändert. Die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist sowie die Interbankzinssätze veränderten sich kaum. Unterdessen sanken die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen geringfügig.

Abbildung 20

Indikator der Finanzierungskosten der Banken im Euroraum

(in % p. a.)



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

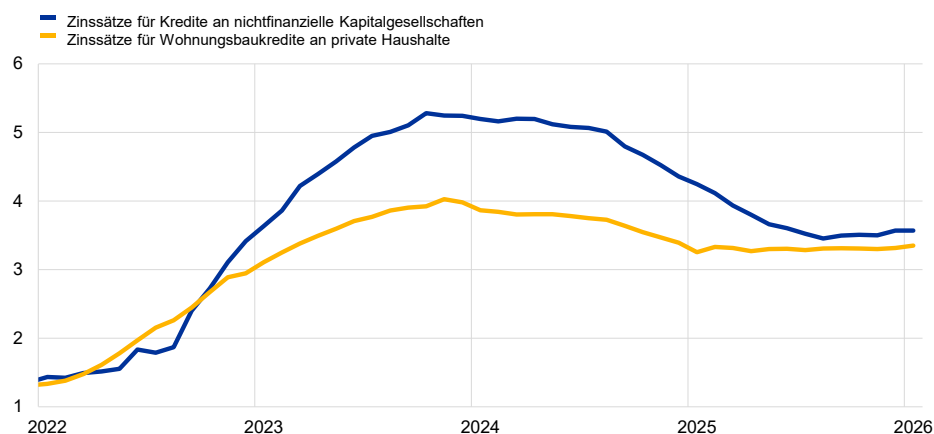
Anmerkung: Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken entspricht dem Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist, Termineinlagen und Anleihen sowie der Kreditaufnahme am Interbankenmarkt (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). 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). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken und gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung) bzw. den 18. März 2026 (Renditen von Bankanleihen).

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen waren im Januar stabil, während jene für Kredite an private Haushalte geringfügig zunahmen (siehe Abbildung 21). Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben im Januar mit 3,6 % unverändert und lagen damit rund 1,7 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023. Mit Blick auf die Zinsbindungsfristen zeigte sich ein uneinheitliches Bild: Die Zinssätze für kurzfristige Kredite (bis zu einem Jahr) sanken leicht, während sich die Zinssätze für Kredite mit mittleren Zinsbindungsfristen (mehr als ein Jahr und weniger als fünf Jahre) geringfügig erhöhten. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite lag unverändert in der Nähe seiner historischen Tiefstände. Wohnungsbaukredite an private Haushalte verteuerten sich etwas. Die Zinsen lagen im Januar bei 3,4 % (nach 3,3 % im Dezember) und somit etwa 70 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023. Diese Entwicklung war den Zinssätzen für längerfristige Hypothekarkredite (Zinsbindungsfrist von mehr als fünf Jahren) geschuldet. Die Zinsen für kurzfristige Hypothekarkredite (Zinsbindungsfrist von weniger als einem Jahr) gingen indessen leicht zurück.

Abbildung 21

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

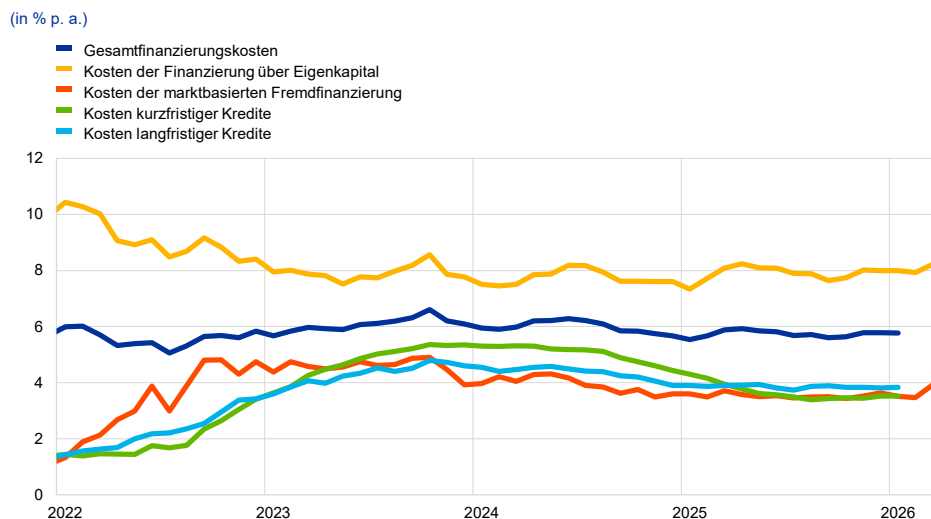
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

Im Berichtszeitraum vom 18. Dezember 2025 bis zum 18. März 2026 erhöhten sich die Kosten der Unternehmen für die marktbasierende Fremdfinanzierung und die Finanzierung über Eigenkapital. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) blieben im Januar den dritten Monat in Folge stabil bei 5,8 % (siehe Abbildung 22).¹² Dabei wurden die geringeren Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung durch eine leichte Verteuerung langfristiger Bankkredite ausgeglichen. Alle anderen Komponenten blieben im Januar praktisch unverändert. Aus den Tagesdaten geht allerdings hervor, dass sich die Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung wie auch der Finanzierung über Eigenkapital im Berichtszeitraum insgesamt erhöhten. Diese Erhöhung spiegelt eine Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen, insbesondere im Hochzinssegment, und einen Anstieg der Aktienrisikoprämie wider. Auch die risikofreien Zinssätze stiegen über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg an – vor allem aber am kurzen Ende. Dabei war während des Berichtszeitraums eine erhebliche Volatilität zu beobachten.

¹² Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Januar 2026 vor.

Abbildung 22

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

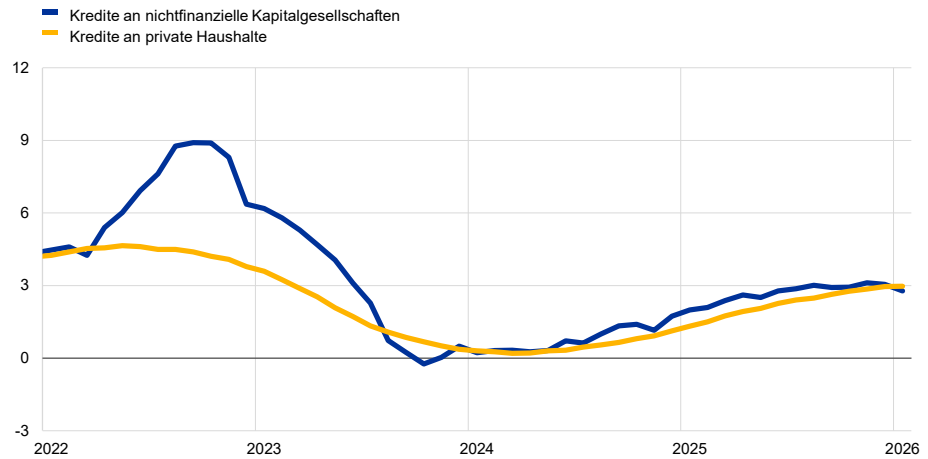
Anmerkung Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte) sowie der Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), gewichtet anhand ihrer jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 18. März 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite auf Januar 2026 (Monatswerte).

Das Wachstum der Unternehmenskredite schwächte sich im Januar etwas ab, während das Wachstum der Kredite an private Haushalte stabil blieb (siehe Abbildung 23). Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen verringerte sich von 3,0 % im Dezember 2025 auf 2,8 % im Januar 2026, womit es deutlich unter seinem seit 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,3 % lag. Dieses rückläufige Wachstum wurde jedoch dadurch ausgeglichen, dass die Unternehmen mehr Schuldverschreibungen begaben. Hier stieg die Jahreswachstumsrate von 3,5 % im Dezember auf 4,0 % im Januar. Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte lag im Januar stabil bei 3,0 % und blieb damit ebenfalls deutlich unter seinem historischen Durchschnitt von 4,1 %. Gestützt wurde es vor allem durch das Wachstum der Hypothekarkredite und Konsumentenkredite. Dagegen war die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte – darunter auch an Einzelunternehmen – nach wie vor gedämpft. Das schwache Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte spiegelt mehrere Faktoren wider, darunter die erhöhte Unsicherheit in Bezug auf die Konjunkturaussichten und die angesichts der verstärkten geopolitischen Risiken geringe Risikobereitschaft der Banken.¹³

¹³ Siehe Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P., Mendicino, C., Skoblar, A. und Velasco, S., [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#), Der EZB-Blog, 2. Oktober 2025.

Abbildung 23 MFI-Kredite im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

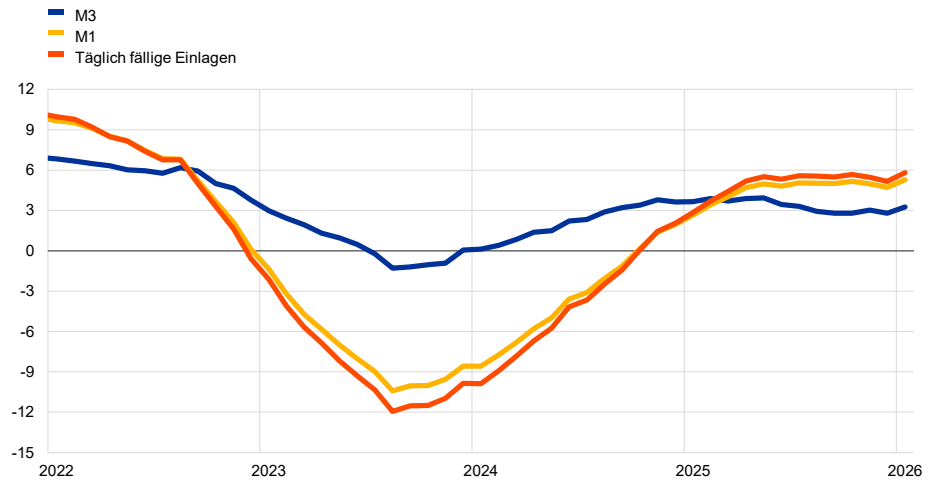
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich im Januar und spiegelte damit eine Erholung der Zuflüsse aus dem Ausland in den Euroraum wider (siehe Abbildung 24).

Das Wachstum von M3 stieg von 2,8 % im Dezember auf 3,3 % im Januar, lag aber weiterhin deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt von 6,1 %. Was die Komponenten betrifft, so lässt sich die Erholung des Geldmengenwachstums damit erklären, dass insbesondere Nichtbank-Finanzintermediäre eine stärkere Präferenz für liquide Aktiva zeigten. So erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, das die liquidesten Instrumente (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) umfasst, von 4,7 % im Dezember auf 5,3 % im Januar. Die Entwicklung der Gegenposten von M3 wurde in erster Linie dadurch bestimmt, dass sich die monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland erholten und die Banken verstärkt (kürzerfristige) Staatsanleihen erwarben. Gedämpft wurde das M3-Wachstum dagegen weiterhin durch die Bilanz des Eurosystems, da die Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und aus dem Pandemie-Notfallankaufprogramm nicht mehr reinvestiert werden.

Abbildung 24 M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Die Fachleute der EZB schätzen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2026, dass das gesamtstaatliche Defizit 2025 unverändert bei 3,1% des BIP lag, sich bis 2027 auf 3,6 % erhöhen und 2028 auf diesem Stand bleiben wird. Nach einer leichten Lockerung 2025 dürfte der fiskalische Kurs im Eurogebiet 2026 stärker gelockert werden. Für 2027-2028 wird eine etwas restriktive fiskalische Ausrichtung projiziert. Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte sich von 87,5 % im vergangenen Jahr auf 89,5 % im Jahr 2028 erhöhen. Die Stärkung der Wirtschaft des Eurogebiets bei gleichzeitiger Wahrung solider Staatsfinanzen ist nach wie von wesentlicher Bedeutung. Im gegenwärtigen geopolitischen Umfeld sollten die Regierungen der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie strategischen Investitionen und wachstumsfördernden Strukturreformen Priorität einräumen. Der Nahostkrieg hat einen Energiepreisschock ausgelöst. Finanzpolitische Reaktionen darauf sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. Die derzeitige Energiekrise macht deutlich, wie wichtig es ist, die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen weiter zu verringern.

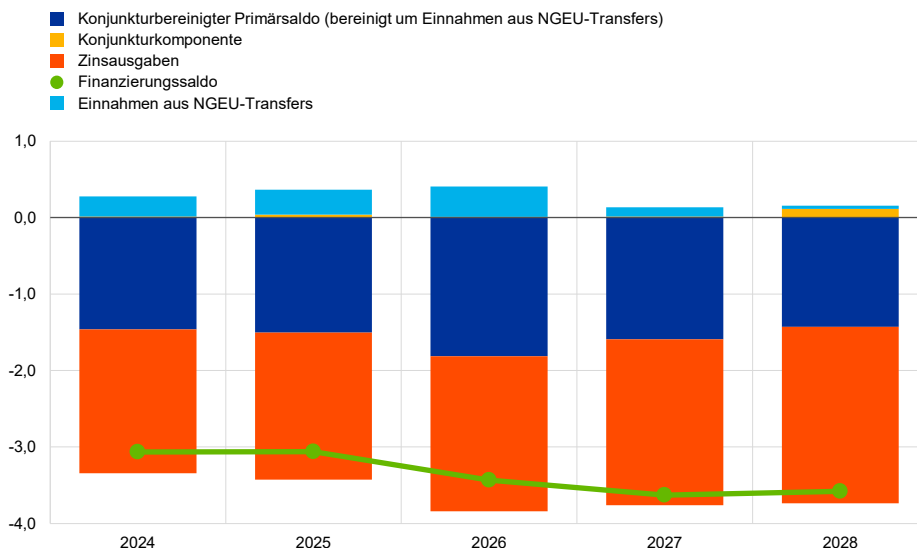
Den jüngsten Euroraum-Projektionen zufolge lag das staatliche Defizit 2025 unverändert bei 3,1 % des BIP; bis 2027 dürfte es auf 3,6 % des BIP steigen und 2028 auf diesem Stand bleiben (siehe Abbildung 25).¹⁴ Im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2025 wurde der Finanzierungssaldo für das Eurogebiet im gesamten Projektionszeitraum nach oben revidiert. Die Anhebung spiegelt in erster Linie eine Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos wider, da der Konflikt im Nahen Osten die Inflation ansteigen ließ und infolgedessen mit höheren Ausgaben für die Altersversorgung und andere Bereiche gerechnet wird. Der Anstieg des Haushaltsdefizits ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Zinsausgabenquote steigt (im Projektionszeitraum um rund 0,4 Prozentpunkte), worauf eine Verschlechterung des konjunkturbereinigten Primärsaldos folgt; diese wird gegen Ende des Projektionszeitraums nur in geringem Maße durch eine Verbesserung der Konjunkturkomponente kompensiert. Die Zunahme der Zinsausgaben spiegelt die Weitergabe der vergangenen Zinserhöhungen wider; diese vollzieht sich aufgrund der langen Restlaufzeiten ausstehender Staatsschulden nur langsam. Darüber hinaus wird das Auslaufen von „Next Generation EU“ (NGEU) die gemeinsam finanzierten Transfers an EU-Mitgliedstaaten beenden, während einige der aus den zugeteilten Mitteln finanzierten Investitionen noch getätigt werden.

¹⁴ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), März 2026.

Abbildung 25

Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2026.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 21 Euro-Länder.

Nach einer leichten Lockerung 2025 dürfte der fiskalische Kurs im Euroraum 2026 stärker gelockert werden. Für 2027-2028 wird eine etwas restriktive fiskalische Ausrichtung projiziert.¹⁵ Die geschätzte, um NGEU-Transfers

bereinigte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet darauf hin, dass die Finanzpolitik im Eurogebiet 2025 leicht (um 0,1 Prozentpunkte des BIP) gelockert wurde. Die für 2026 projizierte expansive Ausrichtung ist vor allem höheren öffentlichen Investitionen und Fiskaltransfers geschuldet. In der Investitionszunahme schlagen sich höhere Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Deutschland – wie auch in anderen, kleineren Ländern – sowie in geringerem Maße NGEU-finanzierte Investitionen nieder. In den Jahren 2027 und 2028 werden die Haushaltskonsolidierung vieler Länder, darunter Spanien, Frankreich und Italien, und das Auslaufen der NGEU-Mittel weitgehend durch finanzpolitische Impulse ausgeglichen, die vor allem von Deutschland ausgehen.

Die staatliche Schuldenquote im Euroraum steigt den Projektionen zufolge von 87,5 % im vergangenen Jahr auf 89,5 % im Jahr 2028 (siehe Abbildung 26). Die

Erhöhung ist darauf zurückzuführen, dass die anhaltenden Primärdefizite und positiven Deficit-Debt-Adjustments die günstigen – wenngleich nachlassenden – Effekte der Zins-Wachstums-Differenzen überwiegen. Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember wurde die Entwicklung der Staatsverschuldung nach

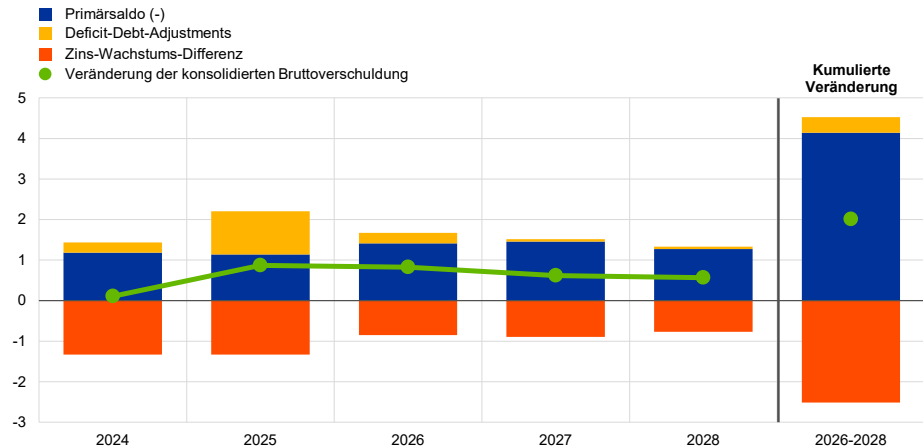
¹⁵ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos in Relation zum BIP und ohne Anrechnung der 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 für diese Betrachtung aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

oben revidiert. Hierfür ausschlaggebend sind höhere kumulierte Primärdefizite und ungünstigere Zins-Wachstums-Differenzen.

Abbildung 26

Veränderung der staatlichen Schuldenquote im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2026.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 21 Euro-Länder.

Die Stärkung der Wirtschaft des Euroraums bei gleichzeitiger Wahrung solider Staatsfinanzen ist nach wie von wesentlicher Bedeutung. Im gegenwärtigen geopolitischen Umfeld sollten die Regierungen der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie strategischen Investitionen und wachstumsfördernden Strukturreformen Priorität einräumen. Das Potenzial des Binnenmarkts voll auszuschöpfen, ist nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Zudem gilt es, die Kapitalmarktintegration nach Maßgabe eines ehrgeizigen Zeitplans für die Vollendung der Spar- und Investitionsunion sowie der Bankenunion voranzutreiben und die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden. Der Nahostkrieg hat einen Energiepreisschock ausgelöst. Finanzpolitische Reaktionen darauf sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. Die derzeitige Energiekrise macht deutlich, wie wichtig es ist, die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen weiter zu verringern.

Kästen

1 Wer trägt die Kosten höherer US-Zölle?

Stefan Schaefer, Lisa Gerland und Marcel Tirpák

Um Erkenntnisse über die Auswirkungen von Zöllen auf die Inflation zu erlangen, müssen die Reaktionen aller preissetzenden Akteure entlang der gesamten Wertschöpfungskette untersucht werden. Dies ist eine anspruchsvolle Aufgabe. Auf Zollankündigungen könnten inländische Unternehmen auf den unterschiedlichen Stufen dieser Wertschöpfungskette auf verschiedene Art reagieren: Sie könnten vor der Einführung der Zölle ihre Lagerbestände aufstocken, ihre Einfuhren nicht mehr aus Ländern mit voraussichtlich höheren Zöllen, sondern aus solchen mit niedrigeren Zöllen beziehen (Umlenkung von Handelsströmen) und die Preise ihrer Produkte anpassen, um die Auswirkungen von Zöllen zu berücksichtigen. Erschwert wird die Analyse zudem durch die Wechselkursentwicklung sowie durch Zollbefreiungen bei Waren, die sich zum Zeitpunkt der Einführung der Zölle im Transitverkehr befinden. Im vorliegenden Kasten wird der Einfluss der kürzlich eingeführten US-Zölle auf die Preise geschätzt, die Exporteure für in die Vereinigten Staaten gelieferte Produkte erheben. Ferner werden die Unterschiede im bisher beobachteten Preissetzungsverhalten von Exporteuren in verschiedenen Ländern und Sektoren untersucht. Dabei zeigt sich, dass die Kosten der Zölle zum größten Teil von US-amerikanischen Unternehmen und Verbrauchern und lediglich zu 5 % von ausländischen Unternehmen getragen werden.

Nachdem die Vereinigten Staaten ihre Zölle mehrfach erhöht haben, sind sowohl die Preise (ohne Berücksichtigung der Zölle) als auch das Volumen der von den Vereinigten Staaten importierten Waren zurückgegangen. Von Januar bis November 2025 ist der angekündigte gesetzliche effektive Zollsatz deutlich von 3 % auf über 18 % angestiegen.¹ Die jährliche Veränderung der Preise für in die USA importierte Waren – gemessen anhand von Stückwerten und ohne Zölle – liegt seit April leicht im negativen Bereich. Das Volumen der importierten Waren ist erheblich gesunken. Mit Blick auf die größten Handelspartner wie etwa China, Kanada, Mexiko und die EU, die alle von höheren Zöllen betroffen waren, unterscheidet sich jedoch das Ausmaß der Preis- und Mengenanpassungen. Diese Abweichungen könnten auf Unterschiede bei den Zollsätzen und dem jeweiligen

¹ Es gibt einen Unterschied zwischen gesetzlichen und beobachteten effektiven Zollsätzen. Die Berechnung des gesetzlichen effektiven Zollsatzes basiert auf Zollankündigungen und einer üblicherweise fixen Importstruktur, während der beobachtete Zollsatz aus beobachteten Zolleinnahmen abgeleitet wird und meist niedriger ist. Laut dem Zolltarif-Tracker der Welthandelsorganisation belief sich der gesetzliche effektive Zollsatz auf Waren für die Vereinigten Staaten im November 2025 auf 18,2 %, während der beobachtete effektive Zollsatz auf Waren 9,8 % betrug. Im Rahmen von wirtschaftlichen Analysen wird in der Regel der gesetzliche effektive Zollsatz als erklärende Variable herangezogen, da der Umsetzungszeitpunkt als relevanter angesehen wird als Zollmeldungen. Diese unterliegen meist Meldeverzögerungen und Verzerrungen, da Akteure endogen auf die Zölle reagieren und sich dadurch die Importstruktur verändert.

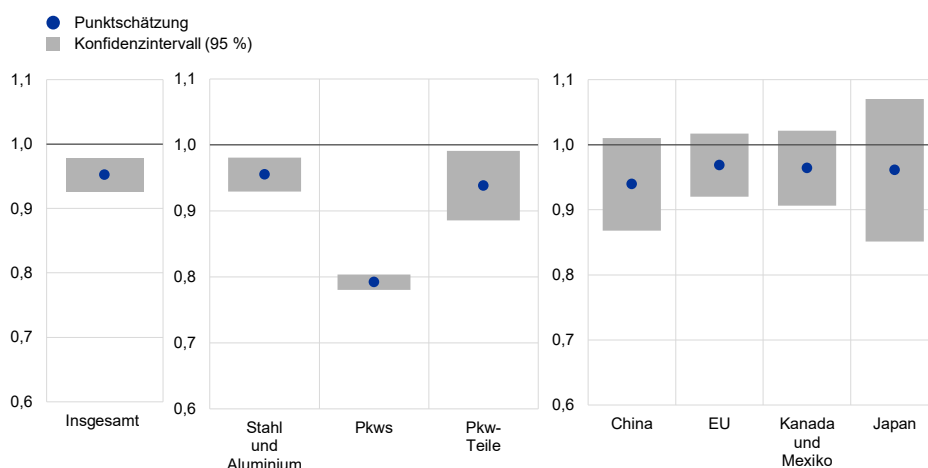
Umfang der Zölle sowie auf Verschiebungen in der Zusammensetzung der Einfuhren und die länderspezifischen Entwicklungen zurückzuführen sein.

Unternehmen, die Waren in die Vereinigten Staaten exportieren, tragen nur einen kleinen Teil der mit den höheren Zöllen verbundenen Kosten. Alles in allem weisen die Stückwerte der importierten Waren ohne Zölle einen durchschnittlichen Koeffizienten für die Preisweitergabe von 0,95 auf (siehe Abbildung A, Grafik a).² Eine Anhebung der Zölle um 10 % impliziert somit einen Preisanstieg von lediglich 9,5 %. Deshalb wird nur ein kleiner Teil der höheren Zölle von den Exporteuren getragen.³ In einzelnen Sektoren ist der Weitergabekoeffizient indes deutlich niedriger.⁴ Jedoch lassen sich bei den wichtigsten Handelspartnern keine signifikanten Unterschiede bei der geschätzten Weitergabe der Zölle beobachten.

Abbildung A
Auswirkungen von Zöllen auf Stückwerte und Volumen der importierten Waren

a) Stückwerte der importierten Waren

(Elastizität; vollständige Weitergabe = 1)



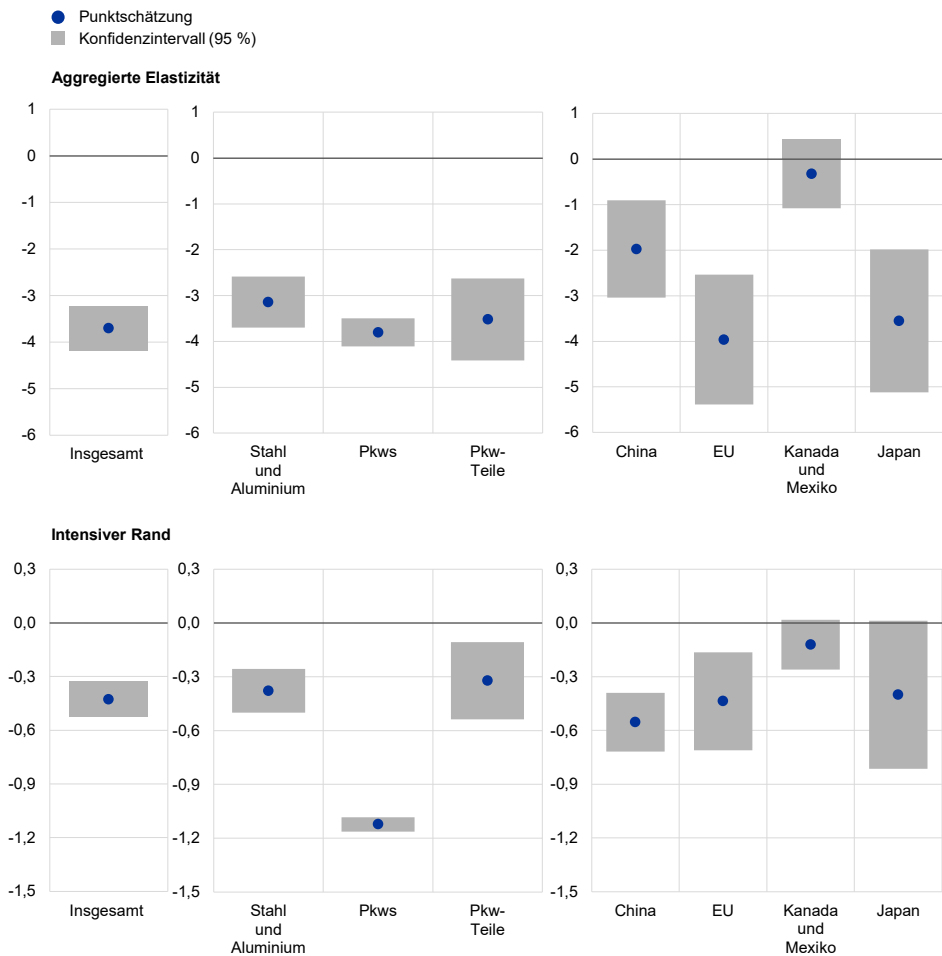
² Nach Amiti et al. (2019) werden Makroeffekte durch zeitfixe Effekte erfasst, während die Effekte auf Produktebene durch produktspezifische fixe Effekte berücksichtigt werden. Der Zolleffekt lässt sich durch die gemeinsame Veränderung der abhängigen Preisvariablen als Reaktion auf Zolländerungen bei den jeweiligen Gütern im Zeitverlauf feststellen.

³ Diese Feststellung entspricht weitgehend den Erkenntnissen aus dem in Amiti et al. (2019) dokumentierten Betrachtungszeitraum von 2018 bis 2019. Sie steht außerdem im Einklang mit den verfügbaren Schätzungen für die aktuellen Zölle (Hinz et al., 2026), woraus sich schließen lässt, dass die Vereinigten Staaten kurzfristig gesehen bei ihren globalen Lieferanten über einen eingeschränkten Hebel hinsichtlich der Handelsbedingungen verfügen. Während Amiti et al. (2026) für den Zeitraum von Januar bis August 2025 mit einem Wert von 0,94 eine Weitergabe der Zölle (Elastizität) in ähnlichem Umfang angeben, ist dieser Wert laut der Autorin und den Autoren im November auf 0,86 zurückgegangen.

⁴ Stahl und Aluminium sowie Pkws und Pkw-Teile wurden von der US-Regierung frühzeitig in den Blick genommen. Diese Waren wurden, von wenigen Ausnahmen abgesehen, mit erheblichen Zöllen in Höhe von 25 % bis 50 % belegt.

b) Volumen der importierten Waren

(Elastizität)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die dargestellten Schätzungen basieren auf einer Panelregression mit den Import-Stückwerten auf der Sechssteller-Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System (HS6) gemäß der Methodik von Amiti et al. (2019). Die Schätzungen beziehen sich auf einen Beobachtungszeitraum von Januar 2024 bis Oktober 2025. Der obere Bereich von Grafik b zeigt Schätzungen der aggregierten Elastizität (extensiver und intensiver Rand) aus einer Regression, in der auch Produktkategorien berücksichtigt werden, die infolge von höheren Zöllen nicht mehr von den Vereinigten Staaten importiert werden. Der untere Bereich von Grafik b zeigt Schätzungen aus einer Regression für jene Produktkategorien, die trotz Zöllen weiter gehandelt werden.

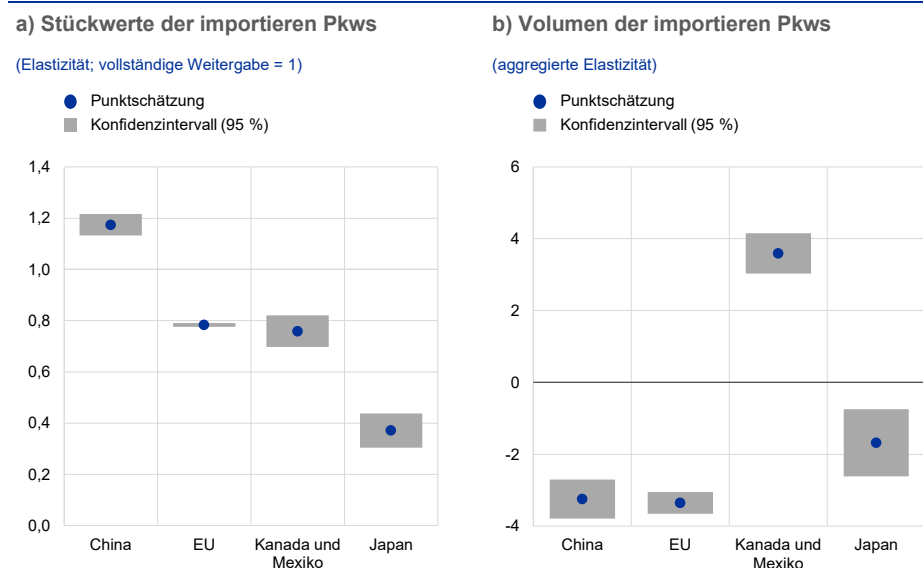
Die geschätzten Auswirkungen von Zöllen auf die Importvolumina sind

erheblich. Die geschätzte aggregierte Elastizität der Einfuhren für alle Produktkategorien liegt bei -3,7. Das bedeutet, dass eine Anhebung der Zölle um 10 % zu einem Rückgang der Importvolumina von 37 % führen würde. Werden dagegen nur die Produktkategorien betrachtet, die trotz Zöllen weiter gehandelt werden, sinkt der geschätzte Koeffizient deutlich. Er bleibt aber mit -0,43 ökonomisch relevant: Eine Zollerhöhung um 10 % würde demnach einen Rückgang der Importvolumina von 4,3 % bewirken. Dieser Unterschied in der geschätzten Elastizität der Importvolumina deutet darauf hin, dass der beobachtete Rückgang im Wesentlichen durch Produkte verursacht wird, die als Reaktion auf Zölle nicht länger gehandelt werden; bei diesen Produkten erfolgt die Anpassung also am extensiven Rand (extensive margin) (siehe Abbildung A, Grafik b, oben). Bei Produkten, die auch mit Zöllen weiter gehandelt werden, sinken die Volumina jedoch ebenfalls

deutlich (Handelsanpassung am intensiven Rand (intensive margin); siehe Abbildung A, Grafik b, unten).

Eine genauere Betrachtung des Automobilsektors zeigt, wie Zölle die Handelsstrukturen vor allem bei den regionalen Lieferketten erheblich verändert haben. Im Automobilsektor lassen die Ergebnisse auf eine merkliche Entkoppelung der Vereinigten Staaten von China und der EU zugunsten von Kanada und Mexiko schließen (siehe Abbildung B). Der deutliche Anstieg der Pkw-Importe aus Kanada und Mexiko spiegelt eine Stärkung der bestehenden Handelsbeziehungen wider.⁵ Dies steht in einem klaren Gegensatz zu den für die EU und Japan gemeldeten Ergebnissen. Aus diesen lassen sich sowohl ein Rückgang des Stückwerts der exportierten Pkws als auch eine drastische Verringerung des Volumens der von Zöllen betroffenen und weiterhin in die USA exportierten Produkte ablesen.⁶

Abbildung B
Auswirkungen von Zöllen auf Stückwerte und Volumen von in die Vereinigten Staaten importierten Pkws



Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die dargestellten Schätzungen basieren auf einer Panelregression mit Import-Stückwerten auf der Sechssteller-Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System (HS6) gemäß der Methodik von Amiti et al. (2019). Die Schätzungen beziehen sich auf einen Beobachtungszeitraum von Januar 2024 bis Oktober 2025.

Zölle verändern zwar die geografischen Charakteristika der Handelsbeziehungen mit den Vereinigten Staaten, ihre Kosten werden jedoch überwiegend von den inländischen Importeuren und Verbrauchern getragen.

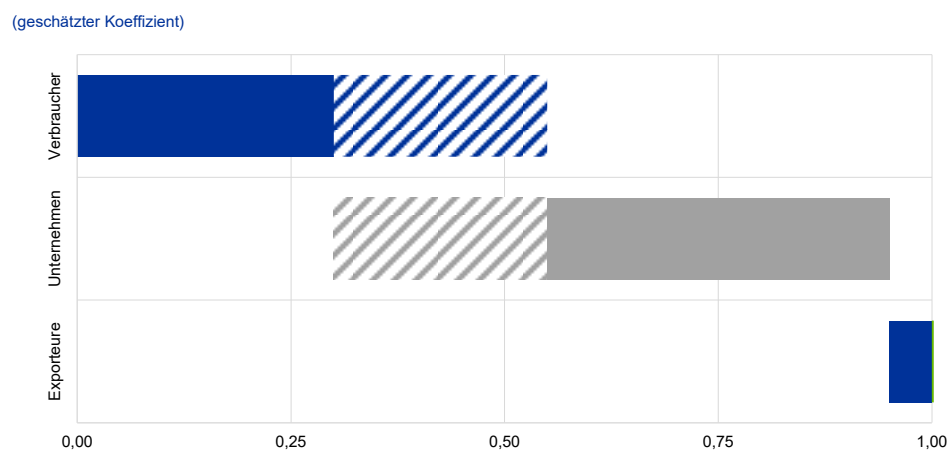
Aus der hier vorgestellten Analyse geht hervor, dass die mit höheren Zöllen verbundenen Kosten entlang der Wertschöpfungskette weitergegeben werden,

⁵ Auch eine Umlenkung der Ausfuhren von Autos aus China über diese Länder könnte zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Allerdings weisen neuere Analysen darauf hin, dass chinesische Exporte über Mitgliedstaaten der Vereinigung südostasiatischer Länder umgeleitet worden sein könnten. Siehe hierzu auch Le Roux und Spital (2026).

⁶ Die geschätzte Elastizität des Handelsvolumens am intensiven Rand beträgt für Kanada und Mexiko 0,84 und für die EU -1,26.

wobei die Verbraucher derzeit rund ein Drittel der zollbedingten Belastung tragen (siehe Abbildung C). Wenn nun anzunehmen ist, dass die höheren Zölle noch für eine längere Zeit Bestand haben werden, ist – ausgehend von den verfügbaren Ergebnissen aus Umfragen unter US-Unternehmen – damit zu rechnen, dass ein größerer Teil der zollbedingten Kosten auf die Verbraucher überwälzt wird. Längerfristig könnte dieser Anteil auf über die Hälfte ansteigen, da US-Unternehmen die Kosten nicht länger absorbieren können. Wenn der Umfang, in dem die Exporteure Zölle abfedern, wie oben erläutert eingeschränkt bleibt, bedeutet dies außerdem, dass US-Unternehmen längerfristig betrachtet rund 40 % der höheren zollbedingten Kosten absorbieren würden.

Abbildung C
Verteilung der zollbedingten Kosten entlang der Wertschöpfungskette



Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt, wie die zollbedingten Kosten entlang der Wertschöpfungskette verteilt sind. Die Angaben basieren auf empirischen Analysen unter Rückgriff auf bis zum August 2025 verfügbare Daten (dunkelblaue Balken). Der graue Balken stellt die residual berechneten Zuordnungen dar. Dabei repräsentieren die schraffierten Abschnitte die Umfrageergebnisse von Andrade et al. (2025), die darauf hindeuten, dass der Weitergabekoeffizient für Zölle bezogen auf Verbraucher auf 0,55 ansteigt, wenn diese Zölle über eine längere Zeit bestehen bleiben. Der Koeffizient für die Verbraucher wird aus einer Panelregression von Zöllen auf die Komponenten der privaten Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures – PCE) abgeleitet, während der für Exporteure ausgewiesene Wert auf einer Panelregression mit den Import-Stückwerten auf der Sechssteller-Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System (HS6) gemäß der Methodik von Amiti et al. (2019) beruht. „Unternehmen“ bezieht sich auf Großhändler, Produzenten und Einzelhändler.

Literaturverzeichnis

- Amiti, M., Redding, S. J. und Weinstein, D. E. (2019), [The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 33, Nr. 4, S. 187-210.
- Amiti, M., Flanagan, C., Heise, S. und Weinstein, D. E. (2026), [Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?](#), Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 12. Februar.
- Andrade, P., Dietrich, A. M., Leer, J., Lin, X., Schoenle, R. S., Tang, J. und Zakrajšek, E. (2025), [Who Will Pay for Tariffs? Businesses' Expectations about Costs and Prices](#), Current Policy Perspectives, Nr. 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29. September.

Hinz, J., Lohmann, A., Mahlkow, H. und Vorwig, A. (2026), [Amerikas Eigentor: Wer zahlt die Zölle?](#), Kiel Policy Brief, Nr. 201, Kiel Institut für Weltwirtschaft.

Le Roux, J. und Spital, T. (2026), [Welche Rolle spielt die Umlenkung des Welthandels infolge der US-Zölle bei der Entwicklung der chinesischen Exporte?](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2026.

2 Handelspotenziale freisetzen: Vorteile eines effizienteren grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs

Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard und Olga Triay Bagur

Ohne grenzüberschreitende Zahlungen gibt es keinen internationalen Handel.

Zahlungsverkehrssysteme sind die tragenden Säulen der Finanzinfrastruktur. Sie sind die unverzichtbaren Netzwerke, die dafür sorgen, dass moderne Volkswirtschaften funktionieren, indem sie das Clearing und die Abwicklung internationaler Transaktionen ermöglichen. Im vorliegenden Kasten werden die wirtschaftlichen Vorteile technologischer Innovationen im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr am Beispiel der länderübergreifenden Verknüpfung schneller Zahlungssysteme untersucht.

Der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr ist in vielen Fällen nach wie vor langsam und kostenintensiv.

Internationale Zahlungen erfolgen meist über Korrespondenzbanken. Diese bilden ein weltweites Netz zur Abwicklung grenzüberschreitender Transaktionen für lokale Kreditinstitute, die über keine eigenen Auslandskonten verfügen.¹ Die Zahlungen werden häufig über mehrere Intermediäre abgewickelt. Das macht sie langsam und kostenträchtig. Grund hierfür sind die anfallenden Gebühren, Währungsumrechnungen sowie operationelle Friktionen zwischen den jeweils beteiligten Ländern. So überschreiten die Kosten bei nahezu einem Drittel der grenzüberschreitenden Zahlungen 3 % des Transaktionswerts. Zudem werden im Schnitt nur 40 % der internationalen Transaktionen zwischen Unternehmen innerhalb eines Werktags abgewickelt (siehe Abbildung A).² Darüber hinaus ist der Umfang der weltweit bereitgestellten Korrespondenzbankleistungen seit Mitte des ersten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts um 20 % gesunken. In der Folge sind die Kosten grenzüberschreitender Zahlungen gestiegen, und in manchen Fällen kam es sogar zur vollständigen Disintermediation bestimmter Zahlungskorridore (stabile Zahlungskanäle zwischen Länderpaaren).³

¹ Siehe Rice et al. (2020).

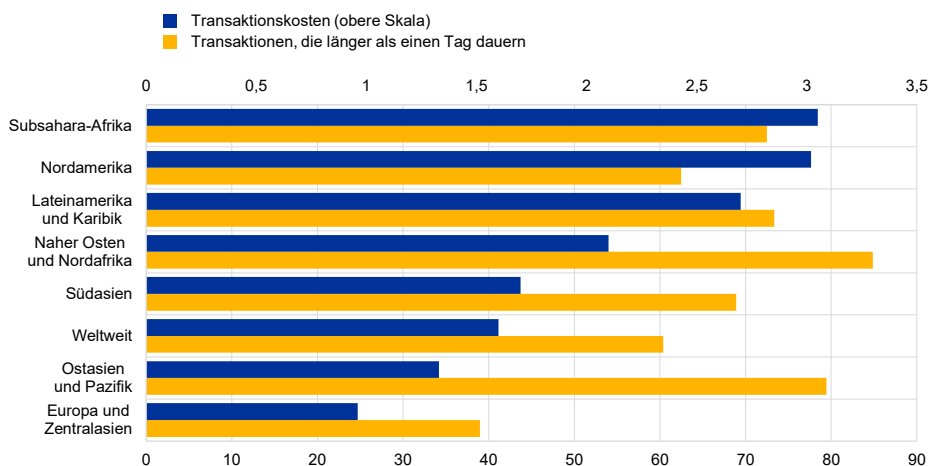
² Siehe Financial Stability Board (2025).

³ Zum Abbau des Korrespondenzbankensystems trug eine Reihe von Faktoren bei, darunter höhere Compliance-Kosten, geopolitische Risiken und steigende Betriebskosten. Rice et al. (2020) verweisen auf Umfrageergebnisse zur Bedeutung der einzelnen Faktoren.

Abbildung A

Kosten und Abwicklungsgeschwindigkeit grenzüberschreitender Transaktionen nach Regionen

(obere Skala: in % des Transaktionswerts; untere Skala: in % der Transaktionen, gewichtet nach Wert)



Quellen: Financial Stability Board (2025) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Ursprungsland der Zahlung, die in die übrige Welt geht, Transaktionen zwischen Unternehmen sowie zwischen Unternehmen und Privatpersonen, Betrag 20 000 USD. Die Regionen Europa und Zentralasien umfassen die EU-Mitgliedstaaten sowie Albanien, Armenien, Aserbaidschan, Belarus, Bosnien und Herzegowina, Georgien, Island, Kasachstan, die Kirgisische Republik, Kosovo, Moldau, Montenegro, Nordmazedonien, Norwegen, Russland, die Schweiz, Serbien, Tadschikistan, die Türkei, Turkmenistan, die Ukraine, Usbekistan und das Vereinigte Königreich. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2025.

Durch die Verknüpfung nationaler schneller Zahlungssysteme ließen sich grenzüberschreitende Zahlungen effizienter abwickeln. Dank neuer Technologien konnte eine neue Generation „schneller“ Zahlungsverkehrssysteme entwickelt werden, mit denen sich Massenzahlungen in Echtzeit zu minimalen Kosten abwickeln lassen. Über 80 Länder haben bereits eigene schnelle Zahlungssysteme eingeführt. Dazu zählen das TARGET Instant Payment Settlement (TIPS) des Eurosystems, der FedNow Service des Federal Reserve System, Pix in Brasilien sowie das Unified Payments Interface (UPI) in Indien. Zahlreiche weitere Systeme befinden sich derzeit in der Entwicklung.⁴ Deren Verknüpfung könnte die Kosten senken, grenzüberschreitende Zahlungen beschleunigen und Transparenz schaffen. Dieses Ziel ist auch als Priorität im Fahrplan der G20-Staaten zur Verbesserung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs verankert.⁵ Sind die Zahlungssysteme miteinander verbunden, können Banken, die in zwei unterschiedlichen Ländern ansässig sind, Geldbeträge über ihre jeweiligen nationalen Systeme transferieren.⁶ Dadurch könnten einige Korrespondenzbankbeziehungen entfallen, wodurch redundante Prozesse vermieden und die Kosten erheblich gesenkt würden. Von besonderem Nutzen wäre

⁴ Siehe ACI Worldwide (2024).

⁵ Siehe Financial Stability Board (2025).

⁶ Eine Verknüpfung lässt sich entweder durch die direkte Verbindung zweier Zahlungssysteme über eine gemeinsame Infrastruktur oder durch die Einrichtung eines Knotenpunkts herstellen, über den mehrere Systeme miteinander verbunden werden können. Entscheidungen für eine Verknüpfung können durch Faktoren wie erwartete Handelsvorteile, den Nutzungsgrad für Überweisungen, Governance, technologische Präferenzen, Aussichten auf Kostendeckung und geopolitische Erwägungen beeinflusst werden. Weitere Einzelheiten finden sich in Ferrari Minesso et al. (2025).

dies für Regionen, die nur unzureichend oder gar nicht an das Korrespondenzbankensystem angebunden sind.

Weltweit bestehen bereits rund 500 Verknüpfungen zwischen schnellen Zahlungssystemen, und weitere befinden sich derzeit in der Entwicklung. So verbindet das TIPS die Länder des Euroraums, Dänemark und Schweden⁷; auch in Afrika, Asien und Südamerika wurden bereits verknüpfte schnelle Zahlungssysteme entwickelt (siehe Schaubild A). Zwischen den jeweiligen Regelungen für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr bestehen allerdings große Unterschiede: Einige Systeme unterstützen lediglich Massenzahlungen, andere auch Großbetragszahlungen. Zunächst entstanden multilaterale regionale Plattformen, gefolgt von bilateralen Verknüpfungen, deren Umfang allerdings begrenzt bleibt.⁸ Insgesamt sind die Zahlungssysteme jedoch nach wie vor fragmentiert, und große Volkswirtschaften greifen weiterhin auf Korrespondenzbanken zurück. Gemäß dem G20-Fahrplan und mit dem Ziel, grenzüberschreitende Zahlungen zu stärken und Fragmentierungsrisiken zu verringern, arbeitet das Eurosystem an neuen Verknüpfungen (mit dem indischen UPI). Zudem prüft es die potenziellen Vorteile einer Anbindung an das nationale Schnellzahlungssystem der Schweiz sowie an Nexus Global Payments (NGP).⁹ Mit diesen Initiativen sollen grenzüberschreitende Transaktionen weltweit vereinfacht und das Risiko einer Marktfragmentierung minimiert werden.

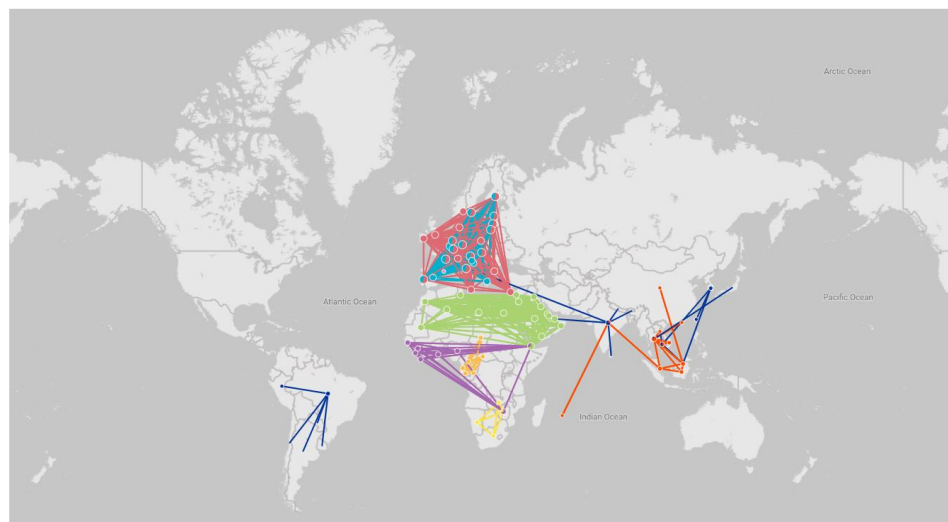
⁷ TIPS deckt aktuell 23 Länder mit drei Währungen ab (Euro, Dänische Krone und Schwedische Krone). Der Beitritt weiterer Länder ist geplant.

⁸ Siehe Ferrari Minesso et al. (2025).

⁹ NGP verknüpft die schnellen Zahlungssysteme von Indien, Malaysia, den Philippinen, Singapur und Thailand.

Schaubild A

Grenzüberschreitende Verknüpfungen zwischen schnellen Zahlungssystemen



Quelle: Ferrari Minesso et al. (2025).

Anmerkung: Die Grafik zeigt die im Jahr 2024 bestehenden grenzüberschreitenden Verknüpfungen zwischen schnellen Zahlungssystemen. Sie zeigt bilaterale Verknüpfungen (unterteilt in unidirektionale und bidirektionale Verknüpfungen, je nachdem, welche Währungen zur Initiierung einer Zahlung über die Verknüpfung verwendet werden) sowie multilaterale Verknüpfungen (ebenfalls als bilaterale Verknüpfungen zwischen Länderpaaren dargestellt, jedoch farblich nach regionalen Plattformen unterschieden).

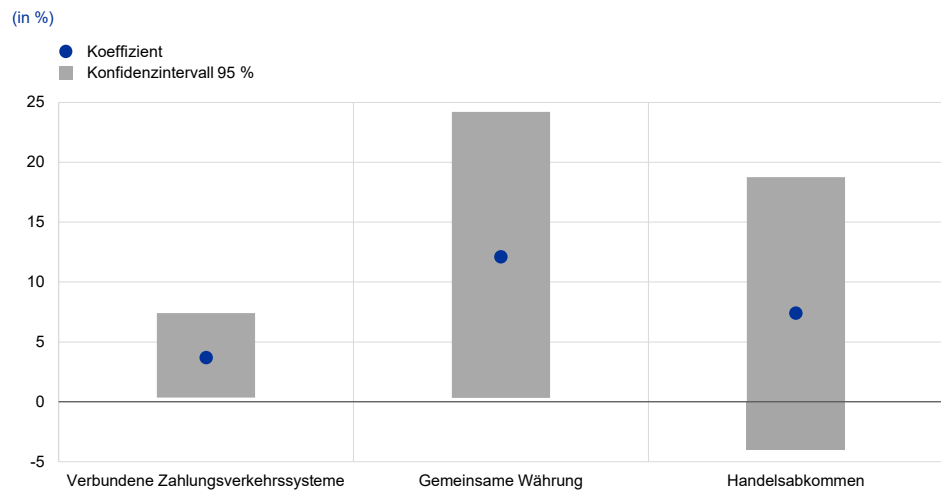
Die ökonomische Evidenz legt nahe, dass die Verknüpfung von schnellen Zahlungssystemen das Handelsvolumen um etwa 4 % steigern könnte. Die Eisberg-Handelskosten hängen zum Teil von der Effizienz von Finanztransaktionen ab.¹⁰ Eine Verknüpfung dürfte derartige Kosten reduzieren und damit den bilateralen Handel stärken. Die Einbeziehung von Verknüpfungen in ein Gravitationsmodell lässt darauf schließen, dass die Verbindung von schnellen Zahlungssystemen positive und wirtschaftlich bedeutsame Auswirkungen auf den bilateralen Handel hat – selbst unter Berücksichtigung potenzieller Endogenität.¹¹ Der geschätzte durchschnittliche Effekt von rund 4 % entspricht etwa der Hälfte des Handelsanstiegs, der durch ein offizielles Handelsabkommen erzielt würde, sowie einem Viertel des Effekts, der durch die Schaffung eines gemeinsamen Währungsraums entstünde (siehe Abbildung B). Zu beachten ist: Diese Schätzung basiert nicht auf konkreten Fallstudien, sondern entspricht dem Durchschnittswert aller Initiativen zur Verknüpfung – darunter auch solche, die von bereits gut in das globale Bankensystem integrierten Regionen vorangetrieben werden, wie

¹⁰ Das Konzept der Eisberg-Handelskosten bezieht sich auf eine Modellannahme, wonach ein Teil des Werts der Handelsware während des Transports verlorengeht (entsprechend den Transportkosten).

¹¹ Um der möglichen Endogenität der Verknüpfungen zwischen Zahlungssystemen Rechnung zu tragen, wird die Bias-Korrekturmethode nach Carlson und Joshi (2024) angewandt. Dabei werden die Standards für Zahlungsnachrichten der nationalen Zahlungssysteme als Instrument herangezogen. Dieses Verfahren berücksichtigt formal die potenzielle Endogenität der Verknüpfung, indem sie deren Wahrscheinlichkeit in einer Regression der ersten Stufe modelliert. Die Ergebnisse sind auch bei Anwendung semiparametrischer Methoden belastbar (siehe Ferrari Minesso et al., 2026).

beispielsweise der Euroraum oder Südostasien. Dies verdeutlicht die besonderen Vorteile einer Verknüpfung von Zahlungssystemen für den Handel – selbst dann, wenn Länder bereits über Korrespondenzbanken Zugang zu den globalen Märkten haben.

Abbildung B
Bestimmungsfaktoren bilateraler Exporte



Quellen: Ferrari Minesso et al. (2026) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt Schätzungen aus einem Gravitationsmodell, in dem die potenzielle Endogenität durch Anwendung der in Carlson und Joshi (2024) dargestellten Methode berücksichtigt ist. Die Regression lautet: $\ln \text{Export}_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{j,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 \text{Verbundene Zahlungsverkehrssysteme}_{i,j,t} + \beta_2 \text{Gemeinsame Währung}_{i,j,t} + \beta_3 \text{Handelsabkommen}_{i,j,t} + \beta_4 \text{Geopolitische Distanz}_{i,j,t} + \Gamma' X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$. *Verbundene Zahlungsverkehrssysteme* ist eine Dummy-Variable, die gleich 1 ist, wenn die schnellen Zahlungssysteme der Länder *i* und *j* zum Zeitpunkt *t* verknüpft sind. $X_{i,j,t}$ enthält die inverse Mills-Ratio, die den Erwartungswert des Fehlerterms in Abhängigkeit von der Auswahl erfasst. Der Verknüpfungsdatensatz umfasst 84 Länder und 531 Verknüpfungen von Zahlungssystemen. Für die Modellschätzungen wurden Jahresdaten von 2021 bis 2024 herangezogen.

In Regionen mit hohen Kosten für grenzüberschreitende Zahlungen sowie bei Systemen, die Großbetragszahlungen ermöglichen, fallen die Vorteile einer Verknüpfung schneller Zahlungssysteme deutlicher aus. Liegt der Fokus auf der Heterogenität von Zahlungssystemen, zeigt sich, dass die aggregierten Ergebnisse vor allem von Zahlungssystemen bestimmt werden, die sowohl Großbetrags- als auch Massenzahlungen ermöglichen (siehe Abbildung C). Für Zahlungssysteme, die lediglich Privatkunden miteinander verknüpfen, fallen die Vorteile tendenziell geringer aus. Zurückzuführen ist das darauf, dass das Gesamthandelsvolumen in erster Linie durch Großbetragstransaktionen international tätiger Unternehmen bestimmt wird. Daraus ergeben sich Zahlungsvorgänge, deren Beträge die Obergrenzen der Massenzahlungssysteme überschreiten. Was die Kosten betrifft, profitieren Regionen, in denen die Kosten für grenzüberschreitende Zahlungen höher sind, stärker von einer Verknüpfung – vermutlich in erster Linie aufgrund niedrigerer Bankgebühren. Diese Erkenntnis steht im Einklang mit der Verknüpfung schneller Zahlungssysteme, die als Ergänzung oder Alternative zu teureren Zahlungsmethoden dienen und dadurch die Handelskosten insgesamt senken.

Abbildung C

Auswirkungen auf Exporte nach Art des Zahlungssystems und der Kostenreduzierung



Quellen: Ferrari Minesso et al. (2026) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung stellt Schätzwerte dar, die auf einer Erweiterung der in Abbildung B angewandten Gleichung basieren. In den beiden linken Spalten ist die Dummy-Variablen für die Verknüpfung von Zahlungssystemen unterteilt in Systeme, die ausschließlich für den Massenzahlungsverkehr gedacht sind, und solche, die sowohl Massen- als auch Großbetragszahlungen umfassen. Die drei rechten Spalten zeigen den Interaktionskoeffizienten der Dummy-Variablen für die Verknüpfung sowie Kennzahlen zu den Kosten grenzüberschreitender Zahlungen zwischen Unternehmen in der Region des Ursprungslandes.

Initiativen zur Verknüpfung können Vorteile mit sich bringen, die über das reine Funktionieren des Marktes hinausgehen. Aus den Ergebnissen lassen sich möglicherweise auch weitreichende politische Implikationen ableiten. Zum einen unterstützen sie die laufenden internationalen Bemühungen im Rahmen des G20-Fahrplans zur Verknüpfung nationaler Zahlungssysteme. Damit untermauern sie die These, dass derartige Initiativen über ihre Ziele der finanziellen Inklusion hinaus zu spürbaren wirtschaftlichen Vorteilen führen. Diese dürften in den Ländern am deutlichsten ausfallen, die nur unzureichend in die bestehenden globalen Zahlungsnetzwerke eingebunden und daher stärker vom internationalen Handel ausgeschlossen sind. Die gewonnenen Erkenntnisse unterstreichen darüber hinaus das Erfordernis einer multilateralen Koordination, um die Interoperabilität technischer Standards sicherzustellen und rechtliche und regulatorische Hindernisse (z. B. Vorschriften zur Finalität der Abwicklung, zum Schutz personenbezogener Daten und zur Betrugsbekämpfung) zu beseitigen, die nach wie vor eine reibungslose grenzüberschreitende Abwicklung erschweren. Dies soll dazu beitragen, die Verknüpfung von Zahlungssystemen zu fördern.

Literaturverzeichnis

ACI Worldwide (2024), Prime Time for Real-Time.

Carlson, A. und Joshi, R. (2024), Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 39, Nr. 2, März, S. 237-255.

Ferrari Minesso, M., Lebastard, L. und Triay Bagur, O. (2026), Interlinking payment systems and trade flows, Working Paper Series der EZB, Nr. 3202.

Ferrari Minesso, M., Mehl, A., Triay Bagur, O. und Vansteenkiste, I. (2025), [Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 20105, April.

Financial Stability Board (2025), [G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments – Consolidated progress report for 2025](#), Oktober.

Rice, T., von Peter, G. und Boar, C. (2020), [On the global retreat of correspondent banks](#), *BIS Quarterly Review*, BIZ, März.

3 Nichtlinearitäten bei der Ölpreisentwicklung: Welche Faktoren spielen eine Rolle?

Vlad Burian und Arthur Stalla-Bourdillon

Je nach Zustand des Ölmarkts können die Ölpreise sehr unterschiedlich auf Schocks reagieren. In den letzten Jahren haben die Ölpreise eine starke Reaktion gezeigt, wenn gewisse Schlüsselvariablen – hier als „Zustandsvariablen“ bezeichnet – ein extremes Niveau erreichten. Dies war beispielsweise während der Corona-Pandemie der Fall: Durch die erhöhten Lagerbestände wurde damals der Ölpreiseinbruch im Zuge des Preiskriegs zwischen Russland und Saudi-Arabien vermutlich noch verstärkt, denn dadurch konnte das Überangebot schlechter absorbiert werden. Ein ähnlicher Verstärkungsmechanismus war im Oktober 2024 zu beobachten, als der iranische Angriff auf Israel die Märkte überraschte. Investmentfonds waren in dieser Zeit im historischen Vergleich short positioniert und lösten diese Positionen zügig auf, wodurch sie den Ölpreisanstieg verstärkten.¹ Die Volatilität der Ölpreise scheint sich zu erhöhen, wenn drei Zustandsvariablen ein extremes Niveau erreichen: die Positionen an verwaltetem Geld („Managed Money“ – d. h. die von Investmentfonds gehaltenen Derivatepositionen), die Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage (d. h. die Differenz zwischen globalem Ölangebot und globaler Ölnachfrage) und die OECD-Lagerbestände (siehe Abbildung 1).²

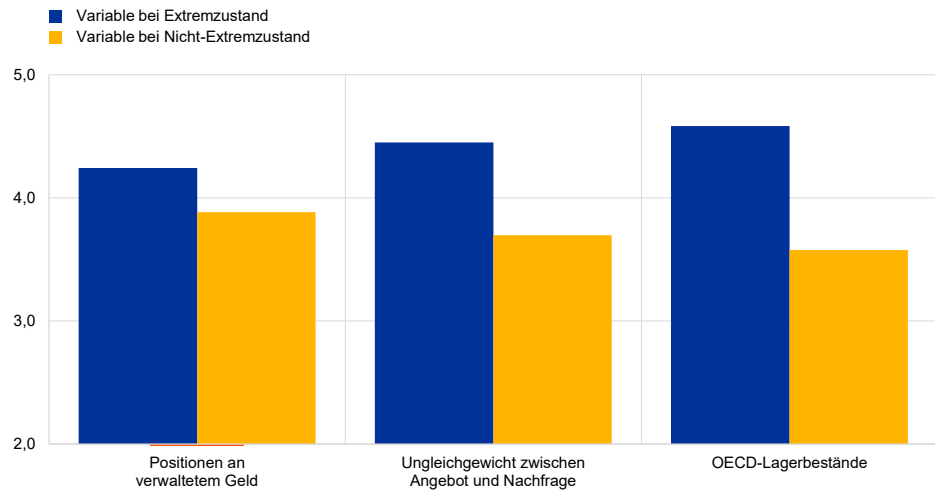
¹ Short-Positionen bei Derivaten werden eingegangen, wenn die Marktlage pessimistisch eingeschätzt wird. Sie profitieren von einem Preisrückgang beim zugrunde liegenden Vermögenswert, während Long-Positionen von einem Preisanstieg profitieren.

² Verwaltetes Geld („Managed Money“) bezieht sich hier auf Investmentfonds, da diese gemeinhin als die Kategorie der Klassifizierung der amerikanischen Aufsichtsbehörde für den Warenterminhandel (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) gelten, die den engsten Bezug zur wahrgenommenen Preisdynamik des betreffenden Rohstoffs aufweist.

Abbildung A

Volatilität der Ölpreise in Abhängigkeit von den Zustandsvariablen

(Standardabweichung)



Quellen: Internationale Energieagentur (IEA), Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission (CFTC) und EZB-Berechnungen. Anmerkung: „Standardabweichung“ bezieht sich auf die durchschnittliche Standardabweichung der Ölpreise. Die Unterschiede der Standardabweichungen zwischen den Zuständen sind für jede Variable auf dem 10%-Niveau signifikant. „Extremzustand“ bezeichnet Phasen, in denen eine Variable oberhalb des 75. Perzentils oder unterhalb des 25. Perzentils ihrer jüngsten historischen Verteilung (d. h. der letzten 52 Wochen) liegt.

Obwohl die Ursachen solcher Nichtlinearitäten für Investoren und politische Entscheidungsträger relevant sind, wurden sie bislang noch nicht hinreichend erforscht. Zwar haben sich schon mehrere Studien mit dem Thema befasst, doch in der Regel wurden Nichtlinearitäten dabei isoliert betrachtet. Der Fokus lag eher auf einzelnen Mechanismen, und die Zustandsvariable wurde nicht mit dem Vorzeichen des Schocks interagiert (siehe Chițu et al. (2023) zu spekulativer Positionierung und geopolitischen Risiken sowie Van Robays (2016) zu Makrounsicherheit). Um diese Lücke zu schließen, wird in der vorliegenden Analyse eine Schätzung nichtlinearer lokaler Projektionen auf Basis der oben beschriebenen drei Zustandsvariablen vorgenommen; anschließend wird die Reaktion der Preise auf die in Gazzani et al. (2024) identifizierten Ölangebotschocks untersucht.³ Hierzu wird zunächst geprüft, ob sich die Ölpreisreaktionen verstärken, wenn die Zustandsvariablen ein extremes Niveau erreichen. Dann werden die Reaktionen in Abhängigkeit vom Niveau der Zustandsvariablen wie auch von der Richtung des Schocks untersucht.

Bei den von Investmentfonds gehaltenen Positionen treten ausgeprägte Nichtlinearitäten auf, wenn das Vorzeichen des Schocks mit den zuvor eingegangenen Positionen der Anleger übereinstimmt. Bei der ersten Variable, der Positionierung von Investmentfonds, sind die Preisreaktionen tatsächlich stärker, wenn die Derivatepositionen ungewöhnlich hoch oder niedrig sind (siehe Abbildung B, Grafik a).⁴ Es ist jedoch unklar, ob diese Verstärkung darauf

³ Bei der Schätzung der lokalen Projektionen dienen die Ölpreisrenditen als abhängige Variable, und Ölangebotsschocks sind die zentralen Regressoren. Diese Schocks werden mit Dummy-Variablen interagiert, die Extremzustände der Zustandsvariablen und gegebenenfalls das Vorzeichen des Schocks erfassen. Alle Spezifikationen werden für jede Zustandsvariable separat geschätzt. Die Stichprobe umfasst den Zeitraum von Juni 2007 bis August 2025.

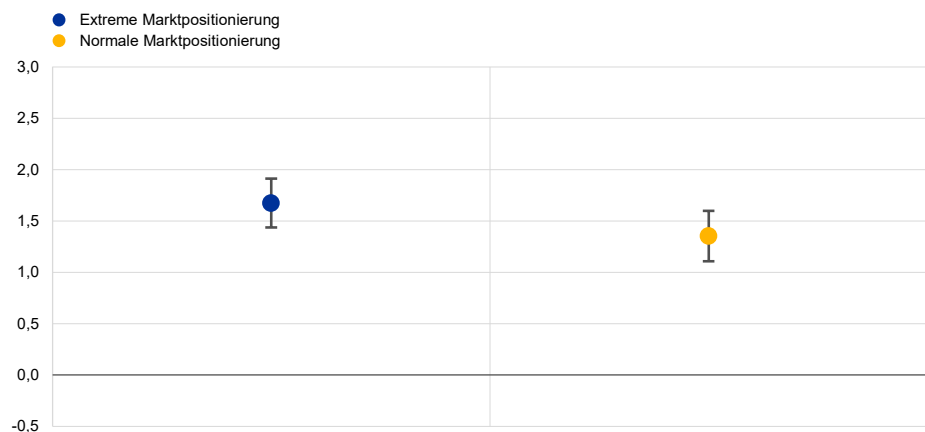
⁴ Die Unterschiede sind allerdings statistisch nicht signifikant.

zurückzuführen ist, dass die Anleger überrascht werden, oder darauf, dass die Schocks ihre früheren Erwartungen bestätigen. Sind die Investmentfonds bereits deutlich long oder short positioniert, fallen die Reaktionen auf preissenkende bzw. preissteigernde Schocks tatsächlich verhalten aus (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies deutet darauf hin, dass sich die starke Preisreaktion, die während des iranischen Raketenangriffs 2024 zu beobachten war, nicht für alle Zeiträume verallgemeinern lässt. Starke Preisreaktionen treten hingegen auf, wenn Anleger umfangreiche Long-Positionen halten und die Ölpreise sprunghaft steigen, oder umgekehrt, wenn sie umfangreiche Short-Positionen halten und die Ölpreise zu sinken beginnen (siehe Abbildung B, Grafik c). Der dominierende Mechanismus scheint also nicht der rasche Abbau von Positionen zu sein, sondern die Verstärkung, die auftritt, wenn Positionen und Schocks gleichgerichtet sind. Dies deutet auf eine sich selbst verstärkende Dynamik an den Ölmärkten hin.

Abbildung B
 Reaktion des Ölpreises auf Ölangebotsschocks in Abhängigkeit von der Positionierung von Investmentfonds sowie vom Schockvorzeichen

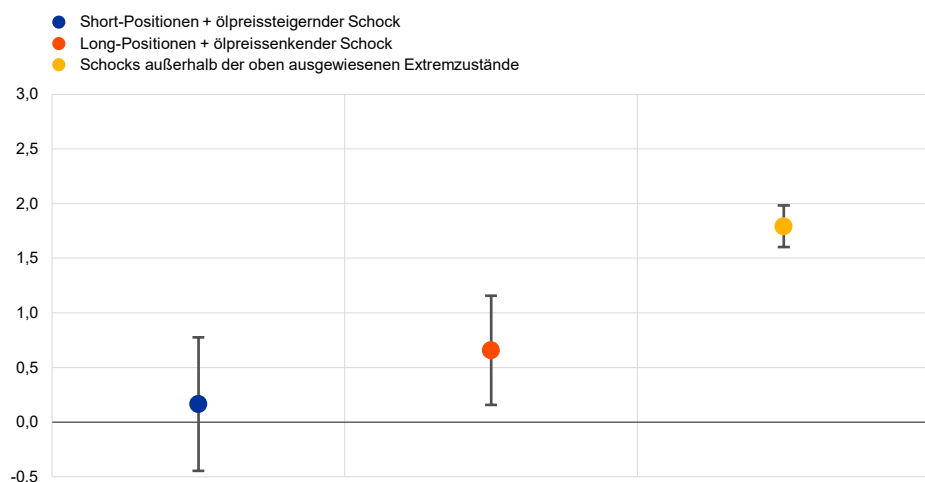
a) Reaktion des Ölpreises unabhängig vom Schockvorzeichen

(in %)



b) Reaktion des Ölpreises, wenn ein Schock einen Ölpreisanstieg (-rückgang) bewirkt und Investmentfonds short (bzw. long) positioniert sind

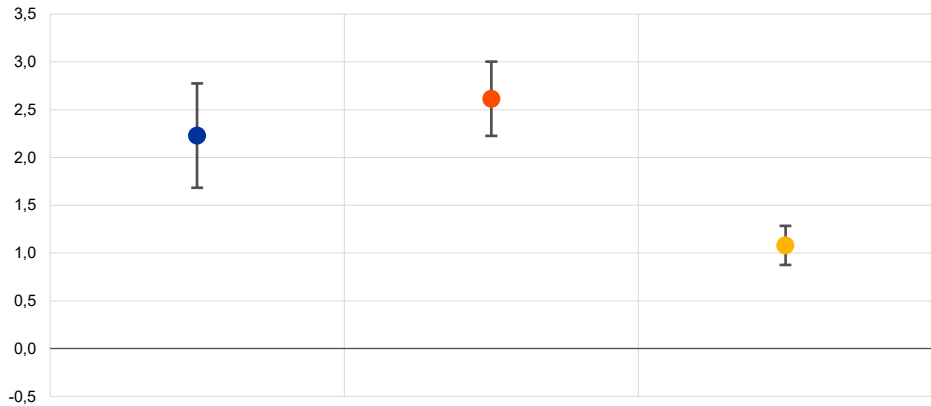
(in %)



c) Reaktion des Ölpreises, wenn ein Schock einen Ölpreisanstieg (-rückgang) bewirkt und die Investmentfonds long (bzw. short) positioniert sind

(in %)

- Long-Positionen + ölpreissteigernder Schock
- Short-Positionen + ölpreissenkender Schock
- Schocks außerhalb der oben ausgewiesenen Extremzustände



Quellen: Bloomberg, CFTC und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die absolute Reaktion der Ölpreise auf einen Ölangebotsschock (vier Wochen nach dem Schock) auf Basis nichtlinearer lokaler Projektionen. Legt man stattdessen einen linearen Rahmen zugrunde, führt derselbe Schock zu einem Preisanstieg um 1,5 %. In allen drei Grafiken bezeichnet „Extremzustand“ Phasen, in denen die Zustandsvariable oberhalb des 75. Perzentils oder unterhalb des 25. Perzentils ihrer jüngsten historischen Verteilung (d. h. der letzten 52 Wochen) liegt. Die gelben Punkte kennzeichnen Ölpreisreaktionen, die außerhalb der in den einzelnen Grafiken dargestellten Extremzustände zu beobachten sind. In Grafik b zeigen sie beispielsweise Ölpreisreaktionen in Phasen, in denen die Investmentfonds normal positioniert sind, oder in Phasen, in denen sie extrem short (bzw. long) positioniert sind und ein Schock einen Ölpreirückgang (bzw. -anstieg) bewirkt. Die Fehlerbalken markieren ein Konfidenzintervall von 68 %.

Mit Blick auf die anderen beiden Zustandsvariablen – die Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage sowie die Lagerbestände – zeigen sich ähnliche Effekte. Bei einem reichlichen Angebot oder hohen Lagerbeständen reagieren die Märkte stärker auf Ölpreirückgänge; sind diese Indikatoren hingegen niedrig, reagieren sie stärker auf Ölpreisanstiege. Auf den ersten Blick scheinen die Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage und die Lagerbestände unterschiedliche Muster aufzuweisen: Lässt man das Vorzeichen des Schocks unberücksichtigt, dann zeigt sich nur bei den Lagerbeständen bei extrem hohen Werten eine unverhältnismäßig starke Preisreaktion (siehe Abbildung C, Grafik a und Abbildung D, Grafik a). Allerdings werden auch hier die zugrunde liegenden Transmissionskanäle durch die Nichtberücksichtigung des Schockvorzeichens verdeckt. Bei näherer Betrachtung zeigt sich ein Mechanismus, der bei beiden Variablen greift. Wenn es einen hohen Ölüberschuss gibt – egal, ob sich dies in einem großen Überangebot oder erhöhten Lagerbeständen niederschlägt – reagieren die Märkte tendenziell stark auf ölpreissenkende Schocks (d. h. positive Ölangebotsschocks), da diese den Überschuss weiter erhöhen. Umgekehrt reagieren die Märkte bei einer angespannten Angebotslage oder niedrigen Lagerbeständen stark auf Ölpreissteigerungen (siehe Abbildung C, Grafik b und Abbildung D, Grafik b). Auch in der dritten Konfiguration fallen die Ergebnisse so aus, wie es intuitiv zu erwarten wäre: Wenn beispielsweise in einer Phase hoher Lagerbestände ein positiver Angebotsschock auftritt, sind die

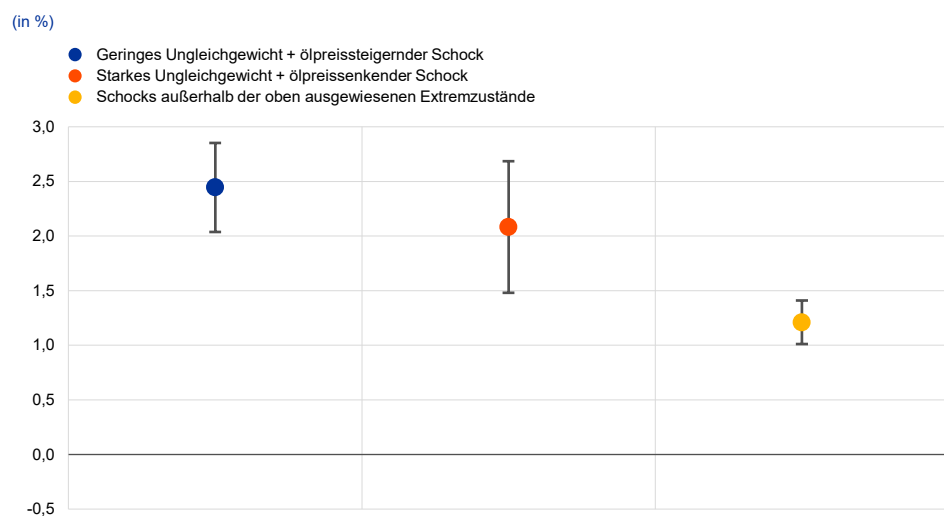
Preisreaktionen verhalten, da der Aufwärtsdruck durch den Ölüberschuss eingedämmt werden dürfte (siehe Abbildung C, Grafik c und Abbildung D, Grafik c).⁵

Abbildung C
 Reaktion des Ölpreises auf Ölangebotsschocks in Abhängigkeit von den Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage sowie vom Schockvorzeichen

a) Reaktion des Ölpreises unabhängig vom Schockvorzeichen



b) Ölpreisreaktion, wenn ein Schock einen Ölpreisanstieg (bzw. -rückgang) bewirkt und das Ölangebot niedrig (bzw. hoch) ist

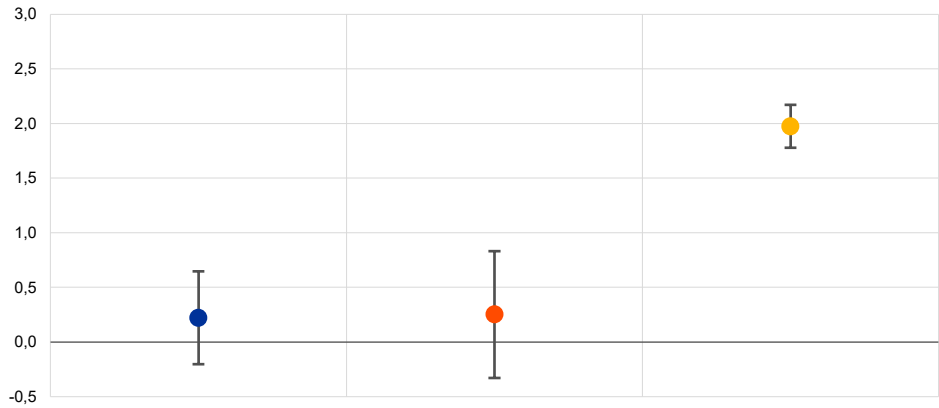


⁵ Überraschend ist lediglich die relativ normale Preisreaktion, die zu beobachten ist, wenn die Lagerbestände hoch sind und ein ölpreissteigernder Schock auftritt. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass die OECD-Lagerbestände die globalen Lagerbedingungen nicht vollständig widerspiegeln. So könnten einige Regionen dennoch unterversorgt sein, wodurch die Ölpreise sensibel auf Aufwärtsdruck reagieren.

c) Ölpreisreaktion, wenn ein Schock einen Ölpreisanstieg (bzw. -rückgang) bewirkt und das Ölangebot hoch (bzw. niedrig) ist

(in %)

- Starkes Ungleichgewicht + ölpreissteigernder Schock
- Geringes Ungleichgewicht + ölpreissenkender Schock
- Schocks außerhalb der oben ausgewiesenen Extremzustände



Quellen: IEA und EZB-Berechnungen.

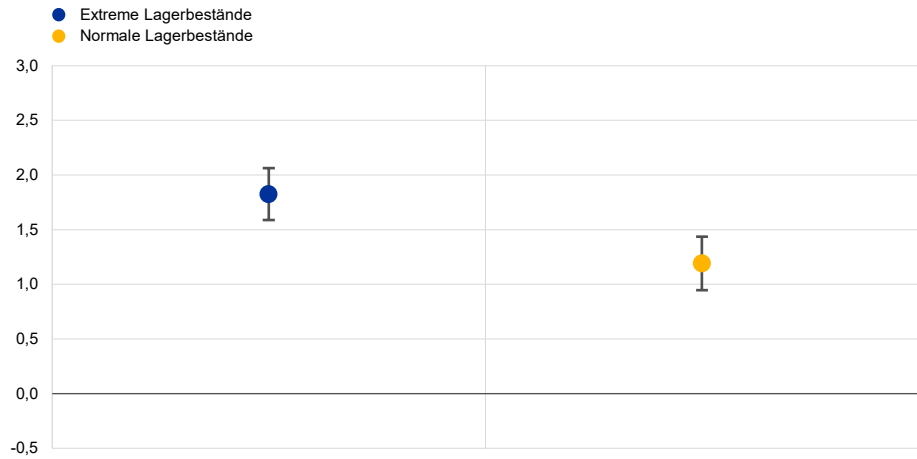
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die absolute Reaktion der Ölpreise auf einen Ölangebotsschock (vier Wochen nach dem Schock) auf Basis nichtlinearer lokaler Projektionen. Legt man stattdessen einen linearen Rahmen zugrunde, führt derselbe Schock zu einem Preisanstieg um 1,5 %. In allen drei Grafiken bezeichnet „Extremzustand“ Phasen, in denen die Zustandsvariable oberhalb des 75. Perzentils oder unterhalb des 25. Perzentils ihrer jüngsten historischen Verteilung (d. h. der letzten 52 Wochen) liegt. Die gelben Punkte kennzeichnen Ölpreisreaktionen, die außerhalb der in den einzelnen Grafiken dargestellten Extremzustände zu beobachten sind. In Grafik b zeigen sie beispielsweise Ölpreisreaktionen in Phasen mit normalem Angebot oder in Phasen, in denen das Angebot extrem niedrig (bzw. hoch) ist und ein Schock einen Ölpreirückgang (bzw. -anstieg) bewirkt. Die Fehlerbalken markieren ein Konfidenzintervall von 68 %.

Abbildung D

Reaktion des Ölpreises auf Ölangebotsschocks in Abhängigkeit von den Lagerbeständen sowie vom Schockvorzeichen

a) Reaktion des Ölpreises unabhängig vom Schockvorzeichen

(in %)



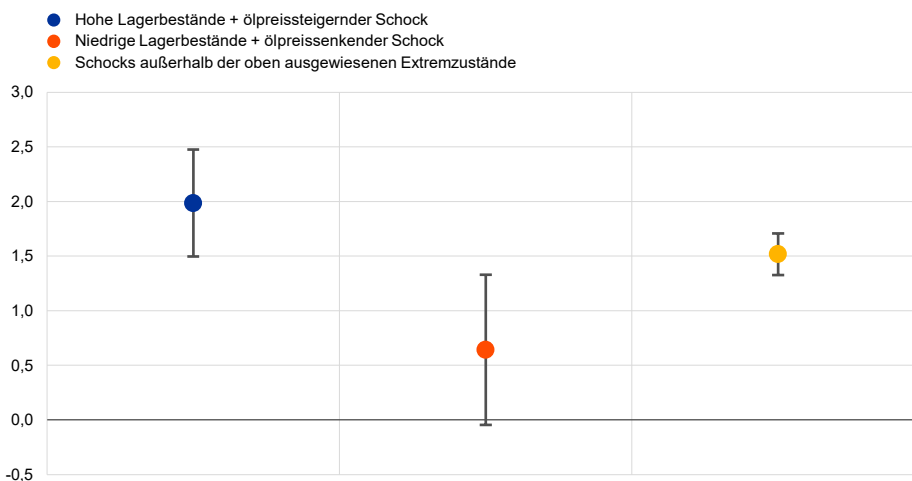
b) Reaktion des Ölpreises, wenn ein Schock einen Ölpreisanstieg (bzw. -rückgang) bewirkt und die Lagerbestände niedrig (bzw. hoch) sind

(in %)



c) Reaktion des Ölpreises, wenn ein Schock einen Ölpreisanstieg (bzw. -rückgang) bewirkt und die Lagerbestände hoch (bzw. niedrig) sind

(in %)



Quellen: IEA, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die absolute Reaktion der Ölpreise auf einen Ölangebotsschock (vier Wochen nach dem Schock) auf Basis nichtlinearer lokaler Projektionen. Legt man stattdessen einen linearen Rahmen zugrunde, führt derselbe Schock zu einem Preisanstieg um 1,5 %. In allen drei Grafiken bezeichnet „Extremzustand“ Phasen, in denen die Zustandsvariable oberhalb des 75. Perzentils oder unterhalb des 25. Perzentils ihrer jüngsten historischen Verteilung (d. h. der letzten 52 Wochen) liegt. Die gelben Punkte kennzeichnen Ölpreisreaktionen, die außerhalb der in den einzelnen Grafiken dargestellten Extremzustände zu beobachten sind. In Grafik b zeigen sie beispielsweise Ölpreisreaktionen in Phasen mit normaler Lagerhaltung oder in Phasen, in denen die Lagerbestände extrem niedrig (bzw. hoch) sind und ein Schock einen Ölpreirückgang (bzw. -anstieg) bewirkt. Die Fehlerbalken markieren ein Konfidenzintervall von 68 %.

Insgesamt haben Nichtlinearitäten großen Einfluss auf die Ölpreisdynamik.

Preisreaktionen können dadurch nahezu doppelt so stark ausfallen, was auch erhebliche Implikationen für die wirtschaftspolitische Beurteilung mit sich bringt.

Insgesamt sind Aufwärtsrisiken für die Ölpreise besonders kritisch, wenn die Ölpreise zu einer Zeit hochschnellen, in der geringe Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage zu beobachten sind und umfangreiche spekulative Long-Positionen gehalten werden. Abwärtsrisiken sind dagegen am stärksten ausgeprägt, wenn die Ölpreise in einem Umfeld sinken, in dem hohe Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage bestehen und Investmentfonds stark short positioniert sind. Diese Ergebnisse unterstreichen, wie wichtig es ist, die verschiedenen Zustände am Ölmarkt zu überwachen – vor allem für Prognosezwecke. Dies kann dazu beitragen, die potenzielle Bandbreite künftiger Preisbewegungen besser abzuschätzen.

Literaturverzeichnis

Chițu, L., Ferrari Minesso, M. und Manu, A. S. (2024), [Spekulationen bei den Öl- und Gaspreisen in Zeiten geopolitischer Risiken](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2024.

Gazzani, A., Venditti, F. und Veronese, G. (2024), Oil price shocks in real time, Journal of Monetary Economics, Bd. 144, Artikel Nr. 103547.

Van Robays, I. (2016), Macroeconomic uncertainty and oil price volatility, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 78, Ausgabe 5, S. 671-693.

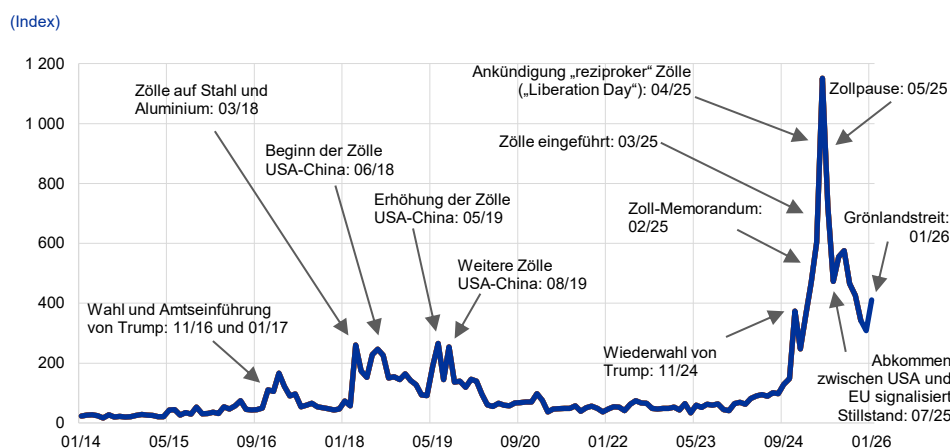
Wie wirkt sich die handelspolitische Unsicherheit auf die Konjunktur im Euroraum aus?

Alina Bobasu und Beatrice Pierluigi

Die handelspolitische Unsicherheit ist in den letzten Jahren erheblich gestiegen und hat im vergangenen Jahr historisch hohe Werte erreicht. Sie erhöhte sich zunächst in der ersten Amtszeit von Donald Trump während des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China 2018-2019. Anschließend verstärkte sie sich erneut in der Zeit um die US-Präsidentschaftswahl 2024 und zu Beginn der zweiten Amtszeit von Donald Trump, als die Handelspolitik in den Mittelpunkt der US-Wirtschaftsagenda rückte. Eine Reihe von Zollankündigungen Anfang 2025 markierte einen deutlichen Kurswechsel und ließ die handelspolitische Unsicherheit auf einen Höchstwert ansteigen, der deutlich über dem Niveau während des Handelskonflikts von 2018-2019 lag (siehe Abbildung A).¹ Nach der vorläufigen Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China im Mai 2025 und dem Handelsabkommen zwischen den USA und der EU Ende Juli 2025 ließ die Unsicherheit etwas nach. Im historischen Vergleich blieb sie aber erhöht. Diese anhaltende Unsicherheit belastete 2025 die Konjunktur im Euroraum und birgt auch weiterhin Risiken, da die Region stark in den internationalen Handel eingebunden ist. Dass es immer wieder zu Phasen einer erhöhten handelspolitischen Unsicherheit kommen kann, haben der erneute Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie die Ereignisse im Zusammenhang mit Grönland in der zweiten Jahreshälfte 2025 bzw. Anfang 2026 gezeigt. Im vorliegenden Kasten werden die Wirkungskanäle beschrieben, über die die handelspolitische Unsicherheit die Konjunktur im Euroraum beeinflusst. Neben Schätzungen der bisherigen Folgen werden auch die Faktoren erörtert, die trotz des schwierigen globalen Umfelds zur Widerstandsfähigkeit der Wirtschaftstätigkeit beigetragen haben.

¹ Die hier verwendete Messgröße der handelspolitischen Unsicherheit beruht auf Caldara et al. (2020). Dabei wurde in sieben großen US-Tageszeitungen gezählt, wie häufig Schlüsselwörter zu Handel und Unsicherheit in unmittelbarer Nähe zueinander vorkommen. Alternative Messgrößen stützen sich auf Earnings Calls der Unternehmen und die Volatilität der Zollsätze. Zudem ist eine Komponente des breiter gefassten Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit der Indikator der handelspolitischen Unsicherheit nach Baker et al. (2016). Andere verwandte Hochfrequenzindikatoren, wie der Bloomberg Economics Global Trade Policy Uncertainty Index, wenden Text-Mining-Techniken auf Nachrichtenmeldungen an. Siehe Andersson et al. (2024) für zusätzliche Messgrößen der Unsicherheit.

Abbildung A Handelspolitische Unsicherheit



Quellen: Caldara et al. (2020) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Index der handelspolitischen Unsicherheit nach Caldara et al. (2020). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

Die handelspolitische Unsicherheit wirkt sich über mehrere Wirkungskanäle auf die Wirtschaft aus.

Am unmittelbarsten ist der Effekt auf den Handel selbst. Die Androhung von Zöllen und anderen Handelsschranken sowie politische Kurswechsel können zu Störungen bei den Handelsströmen und globalen Lieferketten und in der Folge zu höheren Kosten und einer geringeren Effizienz führen. Aufgrund des hohen Offenheitsgrads des Euroraums und des relativ großen Anteils von Investitionsgütern an den Exporten des Euroraums sind derartige Störungen für das Eurogebiet besonders relevant. Darüber hinaus können wiederholte Phasen erhöhter handelspolitischer Unsicherheit langfristige strukturelle Verschiebungen zur Folge haben, wie etwa eine Handelsumlenkung oder eine Rückverlagerung von Lieferketten. Dadurch könnte sich der Druck auf die Exporteure des Euroraums und ihre Wettbewerbsfähigkeit erhöhen. Neben den direkten Handelseffekten wirkt sich die handelspolitische Unsicherheit subtiler, aber ebenso stark auf die Investitionen aus. Wie bei anderen Formen einer erhöhten wirtschaftspolitischen Unsicherheit veranlasst sie die Unternehmen dazu, abzuwarten und folglich Investitionen, Personaleinstellungen und grenzüberschreitende Verpflichtungen aufzuschieben.² Aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen geht hervor, dass die erhöhte Unsicherheit ein wesentlicher Faktor ist, der die Investitionsaussichten belastet.³ Eine länger anhaltende Unsicherheit kann auch zu länger andauernden angebotsseitigen Effekten führen, einschließlich eines schwächeren Produktivitätswachstums, da die Unternehmen ihre Investitionsausgaben verringern oder verschieben (Bloom, 2009; Boer und Rieth, 2024).

Der Vertrauenskanal verstärkt die wirtschaftlichen Auswirkungen der Unsicherheit weiter.

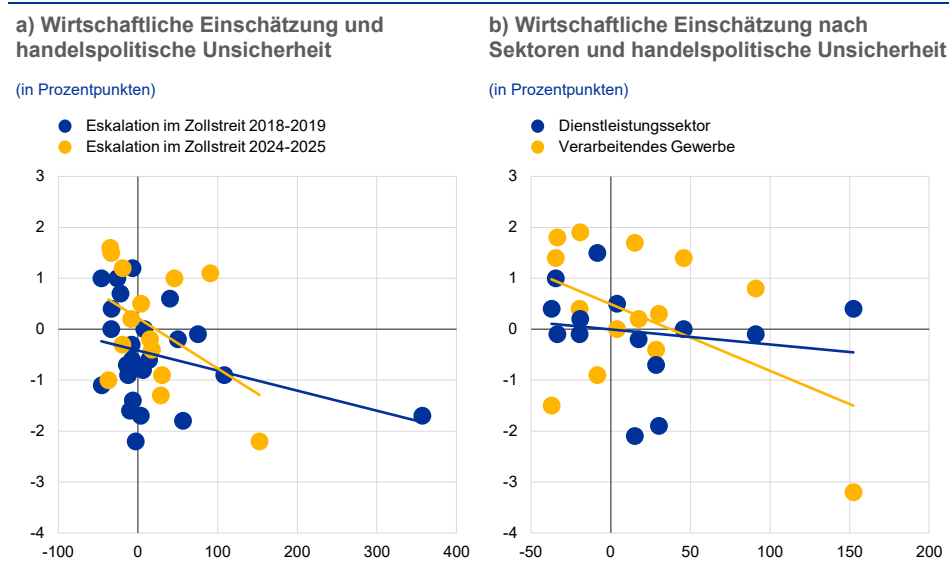
Verringern sich die Handelsströme und die Investitionen

² Diese abwartende Haltung wurde von Baker et al. (2016), Handley und Limão (2017) sowie Caldara et al. (2020) beschrieben. Die privaten Konsumausgaben reagieren in der Regel weniger stark als die Investitionen, da der Großteil der privaten Konsumausgaben auf Dienstleistungen entfällt und sie enger mit der Unsicherheit der privaten Haushalte in Bezug auf die Erwartungen zur eigenen finanziellen Situation zusammenhängen (Boer und Rieth, 2024).

³ Siehe Melemenidis et al. (2025).

infolge einer erhöhten Unsicherheit, dann sinken die Einnahmen und die Rentabilität der Unternehmen. Dies hat wiederum zur Folge, dass sich die allgemeine Wirtschaftsstimmung verschlechtert. In Abbildung B, Grafik a wird dieser Vertrauenskanal veranschaulicht. Die Grafik zeigt eine negative Korrelation zwischen dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung für den Euroraum und dem Index der handelspolitischen Unsicherheit nach Caldara et al. (2020) während der beiden Eskalationsphasen im Zollstreit von März 2018 bis Dezember 2019 bzw. von Oktober 2024 bis Dezember 2025. Aus Grafik b geht hervor, dass die negative Korrelation im verarbeitenden Gewerbe stärker ausgeprägt ist. Dieser Sektor war von den Eskalationen im Zollstreit direkt betroffen.

Abbildung B
Wirtschaftsstimmung und handelspolitische Unsicherheit



Quellen: Europäische Kommission, Caldara et al. (2020) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a zeigt die geschätzten Regressionsgeraden der monatlichen Veränderungen des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung für den Euroraum (y-Achse) auf die verzögerten monatlichen Veränderungen des Index der handelspolitischen Unsicherheit nach Caldara et al. (2020) (x-Achse). „Eskalation im Zollstreit 2018-2019“ bezieht sich auf den Zeitraum von März 2018 bis Dezember 2019. „Eskalation im Zollstreit 2024-2025“ bezieht sich auf den Zeitraum von Oktober 2024 bis Dezember 2025. Grafik b zeigt die Korrelation zwischen den Indikatoren für das Vertrauen in die Wirtschaft nach Sektoren und der handelspolitischen Unsicherheit während der Eskalation des Zollstreits 2024-2025.

Eine modellbasierte Analyse deutet darauf hin, dass die erhöhte handelspolitische Unsicherheit das reale BIP im Euroraum 2025 belastet hat (siehe Abbildung C). Um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen dieser steigenden Unsicherheit zu beurteilen, wurde für den Euroraum ein bayesianisches Vektorautoregressionsmodell für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2025 geschätzt. Die Analyse beruht auf zwei Messgrößen der handelspolitischen Unsicherheit. Bei der ersten handelt es sich um den oben erwähnten textbasierten Index nach Caldara et al. (2020). Diese unbereinigte Messgröße ist jedoch tendenziell sehr volatil. Unter Umständen erfasst sie nicht nur Unsicherheitsschocks, sondern auch tatsächliche Politikänderungen und Verschiebungen der medialen Aufmerksamkeit. Um diesen Einschränkungen entgegenzuwirken, wird bei der Analyse auch eine von Schröder (2025) entwickelte bereinigte Messgröße verwendet, die den Einfluss der medialen Aufmerksamkeit,

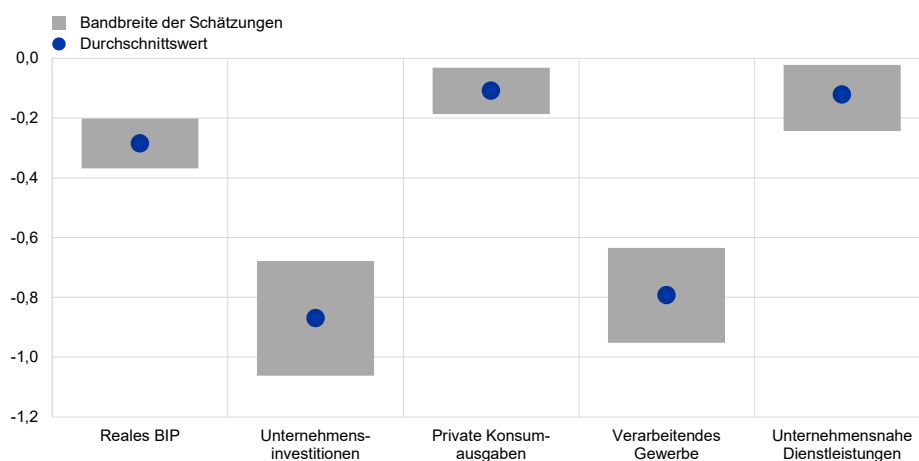
der effektiven Zollsätze, der Finanzierungsbedingungen und des Drucks auf die Lieferketten herausfiltert. Es wurden zwei Basisspezifikationen geschätzt. Die erste umfasst die beiden Messgrößen der handelspolitischen Unsicherheit sowie das reale BIP, zwei Indikatoren der Binnennachfrage (Unternehmensinvestitionen und private Konsumausgaben), die HVPI-Inflation und den kurzfristigen Zinssatz. In der zweiten Basisspezifikation werden die Indikatoren der Binnennachfrage durch zwei Komponenten der sektoralen Wertschöpfung (verarbeitendes Gewerbe und unternehmensnahe Dienstleistungen) ersetzt. Bei allen Spezifikationen deuten die Ergebnisse darauf hin, dass der Anstieg der handelspolitischen Unsicherheit im Jahr 2025 mit einem Rückgang des Wachstums des realen BIP um durchschnittlich rund 0,3 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr einherging (siehe Abbildung C). Die geschätzten Effekte variieren je nach verwendetem Indikator der Unsicherheit.⁴ So impliziert die unbereinigte Messgröße in der Regel einen deutlicheren Effekt als die bereinigte Messgröße, da ihre Volatilität und ihre ausgeprägten Spitzen die geschätzten Schocks verstärken. Bei den Indikatoren der Binnennachfrage sind die geschätzten Auswirkungen auf die Unternehmensinvestitionen rund dreimal so hoch wie auf die privaten Konsumausgaben. Auch die sektoralen Modelle deuten darauf hin, dass sich die Unsicherheit stärker auf das verarbeitende Gewerbe als auf die unternehmensnahen Dienstleistungen ausgewirkt hat.

⁴ Gegenüber den verschiedenen Methoden zur Identifizierung des Unsicherheitsschocks sind die Effekte robust.

Abbildung C

Effekt der handelspolitischen Unsicherheit auf die reale Wirtschaftsleistung im Euroraum im Jahr 2025

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Caldara et al. (2020), Schröder (2025) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf dem unbereinigten Index der handelspolitischen Unsicherheit gemäß Caldara et al. (2019) sowie auf den bereinigten Messgrößen der handelspolitischen Unsicherheit nach Schröder (2025). Der Effekt wird anhand von zwei Ansätzen ermittelt – der Cholesky-Zerlegung sowie den Vorzeichen- und Nullrestriktionen. Diese Ansätze werden auf jeden Indikator der Unsicherheit separat angewendet. Die Modelle umfassen jeweils das reale BIP, die realen Unternehmensinvestitionen, die realen privaten Konsumausgaben, die HVPI-Inflation und den kurzfristigen Zinssatz. In einer alternativen Spezifikation sind auch die Aktienkurse enthalten. In den sektoralen Modellen werden die Unternehmensinvestitionen und die privaten Konsumausgaben durch die Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und der unternehmensnahen Dienstleistungen ersetzt, während alle anderen Variablen unverändert bleiben. Der Schätzzeitraum der Modelle erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2025. Die Schätzungen sind auf das Ausmaß des handelspolitischen Unsicherheitschocks skaliert, der vom ersten bis zum vierten Quartal 2025 zu beobachten war. Geschätzt werden die Auswirkungen dieses Schocks auf die Wachstumsraten. Die blauen Punkte stellen die durchschnittlichen Effekte über alle Modellspezifikationen hinweg dar. Die unternehmensnahen Dienstleistungen werden anhand der Summe der folgenden Sektoren näherungsweise ermittelt: Informations- und Kommunikationsdienstleistungen, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen sowie freiberufliche, wissenschaftliche und technische Dienstleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

Trotz der erhöhten handelspolitischen Unsicherheit, die das Wachstum belastete, erwies sich das reale BIP im Euroraum 2025 als unerwartet widerstandsfähig.

In den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März 2025 war das Wachstum des realen BIP auf 0,9 % geschätzt worden. Tatsächlich lag es bei 1,5 %. Mehrere ausgleichende Faktoren trugen dazu bei, die negativen Auswirkungen der handelspolitischen Unsicherheit abzumildern. Erstens kam es zu Vorzieheffekten bei der Wirtschaftstätigkeit, weil die Unternehmen ihre Produktion und ihre Exporte in Erwartung höherer Zölle anpassten.⁵ Zweitens wirkte sich die Normalisierung der Geldpolitik wachstumsfördernd aus, wozu auch die insgesamt soliden Bilanzen des privaten Sektors beitrugen. Drittens wurde die Konjunktur durch finanzpolitische Maßnahmen gestützt. Dazu zählten unter anderem die Umsetzung des Programms „Next Generation EU“, höhere Verteidigungsausgaben und gezielte finanzpolitische Stützungsmaßnahmen.

⁵ Siehe Battistini und Gareis (2025).

Literaturverzeichnis

- Andersson, M., Bobasu, A. und De Santis, R. A. (2024), [Welche Signale gehen von Messgrößen der Unsicherheit für die Wirtschaft aus?](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2024.
- Baker, S. R., Bloom, N. und Davis, S. J. (2016), [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), The Quarterly Journal of Economics, Bd. 131, Nr. 4, November, S. 1593-1636.
- Battistini, N. und Gareis, J. (2025), [Wie Vorzieheffekte und Unsicherheit die jüngsten Entwicklungen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor beeinflussten](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2025.
- Bloom, N. (2009), [The Impact of Uncertainty Shocks](#), Econometrica, Bd. 77, Nr. 3, Mai, S. 623-685.
- Boer, L. und Rieth, M. (2024), [The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty](#), Working Paper des IWF, Nr. 24/13, Januar.
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. und Raffo, A. (2019), [Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?](#), FEDS Notes, September.
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. und Raffo, A. (2020), [The economic effects of trade policy uncertainty](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 109, Januar, S. 38-59.
- Handley, K. und Limão, N. (2017), [Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States](#), American Economic Review, Bd. 107, Nr. 9, September, S. 2731-2783.
- Melemenidis, A., Morris, R. und Roma, M. (2025), [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2025.
- Schröder, M. (2025), [Die Schwierigkeiten und Grenzen textbasierter Indikatoren der handelspolitischen Unsicherheit](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2025.

Vom stationären Handel zum Online-Handel: eine Einschätzung der digitalen Investitionen im Euroraum

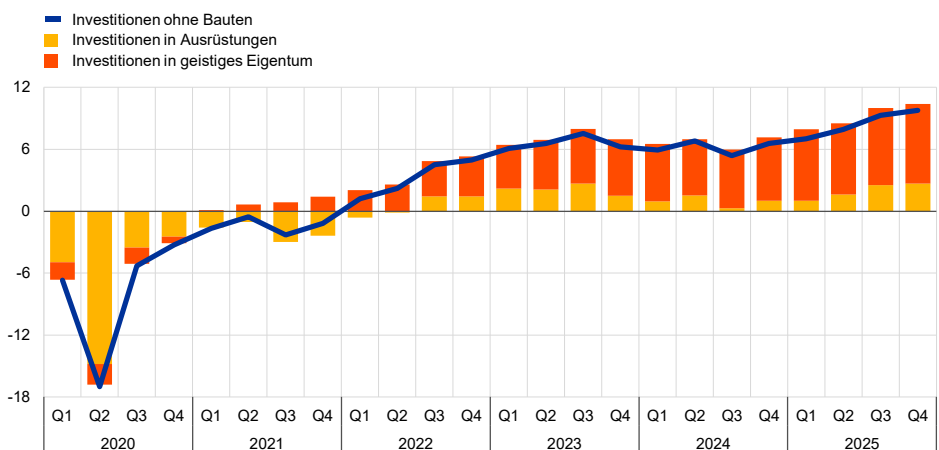
Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis und Richard Morris

Die Unternehmensinvestitionen im Euroraum waren in den vergangenen Jahren relativ verhalten. Dabei wiesen die einzelnen Komponenten eine zweigeteilte Dynamik auf. Während die Gesamtinvestitionen moderat verliefen, haben sich die Investitionen in Sachanlagen und in immaterielle Vermögenswerte seit 2020 unterschiedlich entwickelt (siehe Abbildung A). Ende 2025 entfielen rund 80 % des seit dem vierten Quartal 2019 verzeichneten kumulierten Anstiegs der Unternehmensinvestitionen auf immaterielle Vermögenswerte. Hierzu zählen etwa geistiges Eigentum einschließlich Software und Datenbanken sowie Forschung und Entwicklung. Zugleich machen Investitionen in immaterielle Vermögenswerte nur etwa zwei Drittel der Investitionsausgaben für Sachanlagen aus, zu denen Ausrüstungen gehören. Diese zunehmende Divergenz dürfte vor allem auf den kräftigen Anstieg der Investitionen in digitale Vermögenswerte zurückzuführen sein. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten die Entwicklung der digitalen Investitionen im Euroraum untersucht. Dazu werden Näherungswerte herangezogen, die die wichtigsten Kategorien digitaler Vermögenswerte abbilden. Darüber hinaus werden die wirtschaftlichen Auswirkungen des wachsenden Anteils digitaler Investitionen an den gesamten Unternehmensinvestitionen im Euroraum erläutert.

Abbildung A

Investitionen ohne Bauten im Euroraum nach Vermögenskategorien

(kumulierte Veränderung seit dem vierten Quartal 2019 in %, Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Investitionen ohne Bauten sind die Investitionen in geistiges Eigentum in Irland nicht berücksichtigt. Aufgrund des Ausschlusses der Komponente Nutztiere und Nutzpflanzungen entspricht die Summe der einzelnen Komponenten nicht der Gesamtsumme. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

In den vergangenen zehn Jahren haben die digitalen Investitionen im

Euroraum deutlich zugenommen. Die Messung der Investitionen im digitalen Ökosystem ist insbesondere in Europa schwierig. Digitale Investitionen lassen sich kaum von anderen Investitionsarten unterscheiden, da in den Volkswirtschaftlichen

Gesamtrechnungen für den Euroraum die entsprechenden Aufschlüsselungen für die Investitionen in digitale Technologien aktuell nicht hinreichend detailliert ausgewiesen sind (insbesondere in den vierteljährlichen Veröffentlichungen).¹ Daher haben wir auf der Grundlage der bis 2024 verfügbaren jährlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum, die detailliertere Aufschlüsselungen nach Vermögenswerten und Sektoren enthalten als die vierteljährlichen Gesamtrechnungen, einen Näherungswert für digitale Investitionen erstellt. Der Näherungswert setzt sich aus drei Elementen zusammen. Erstens bestimmen wir näherungsweise die Investitionen in physische digitale Infrastruktur (z. B. Rechenzentren) anhand der Investitionen in Nichtwohnbauten in der Informations- und Kommunikationsbranche. Zweitens messen wir die Sachinvestitionen in digitale Vermögenswerte als Investitionen in Ausrüstungen für den Bereich Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) in der gewerblichen Wirtschaft.² Drittens umfassen Investitionen in immaterielle digitale Vermögenswerte alle Investitionen in geistiges Eigentum (einschließlich Software und Datenbanken sowie Forschung und Entwicklung) in der Informations- und Kommunikationsbranche sowie alle Investitionen in Software und Datenbanken im Rest der gewerblichen Wirtschaft.³ Der Gesamtanstieg der digitalen Investitionen im Zeitraum von 2014 bis 2024 entsprach mehr als dem Dreifachen des kumulierten BIP-Wachstums in diesem Zeitraum. Investitionen in immaterielle Vermögenswerte machten den Großteil der digitalen Investitionen aus und haben zum Anstieg des Näherungswerts in den vergangenen zehn Jahren beigetragen. Auf die Sachinvestitionen der Unternehmen in IKT-Ausrüstung entfiel ebenfalls ein erheblicher Anteil, wohingegen unser Näherungswert darauf hindeutet, dass der Anteil der Investitionen in den Bau von Rechenzentren relativ gering blieb (siehe Abbildung B).

¹ Das neue globale System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 2025, das voraussichtlich 2029-2030 eingeführt werden wird, dürfte zusätzliche Erkenntnisse zu künstlicher Intelligenz (KI), Daten, Cloud-Computing und digitalen Intermediären liefern.

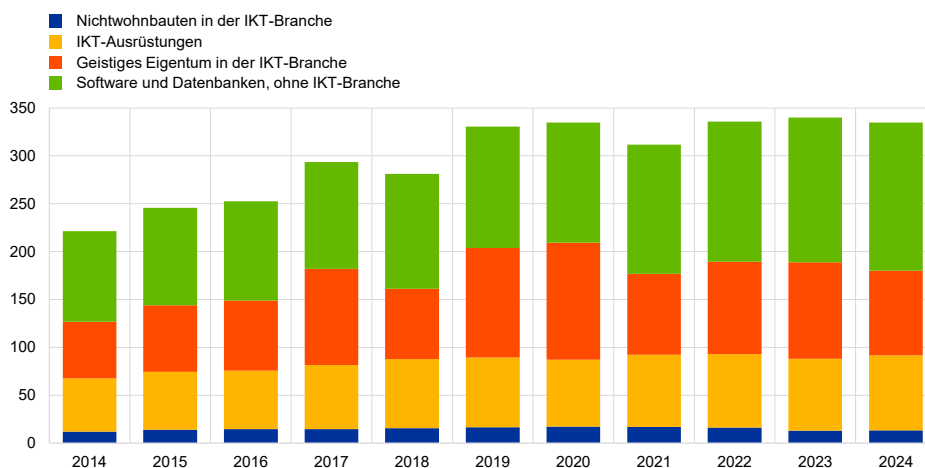
² Die gewerbliche Wirtschaft umfasst die gesamte Wirtschaft ohne Land- und Forstwirtschaft, Fischerei, öffentliche Dienstleistungen, Kunst und Unterhaltung sowie sonstige Dienstleistungskategorien (d. h., ausgeschlossen sind die Abschnitte A, O bis Q sowie R bis U der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE)).

³ Unser Ansatz orientiert sich an ähnlichen Darstellungen von Forschenden der US-Notenbank für die Vereinigten Staaten (siehe [Rubinton und Ankit Patro](#), 2026) sowie dem jüngsten Vergleich der OECD in Gal et al. (2025).

Abbildung B

Näherungswerte für digitale Investitionen im Euroraum nach Vermögenswerten

(in Mrd. €)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Näherungswert für digitale Investitionen bezieht sich auf: a) Investitionen in Nichtwohnbauten in der IKT-Branche; b) Investitionen in IKT-Ausrüstungen in der gewerblichen Wirtschaft; c) Investitionen in geistiges Eigentum (in Software und Datenbanken sowie Forschung und Entwicklung) in der IKT-Branche und d) Investitionen in Software und Datenbanken im Rest der gewerblichen Wirtschaft (ohne die IKT-Branche). Fehlende Länderangaben wurden auf der Grundlage der bekannten Euroraum-Aggregate der Länder- und Sektoranteile geschätzt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2024.

Die Produktionsdaten deuten darauf hin, dass sich die digitalen Investitionen im Euroraum 2025 beschleunigt haben.

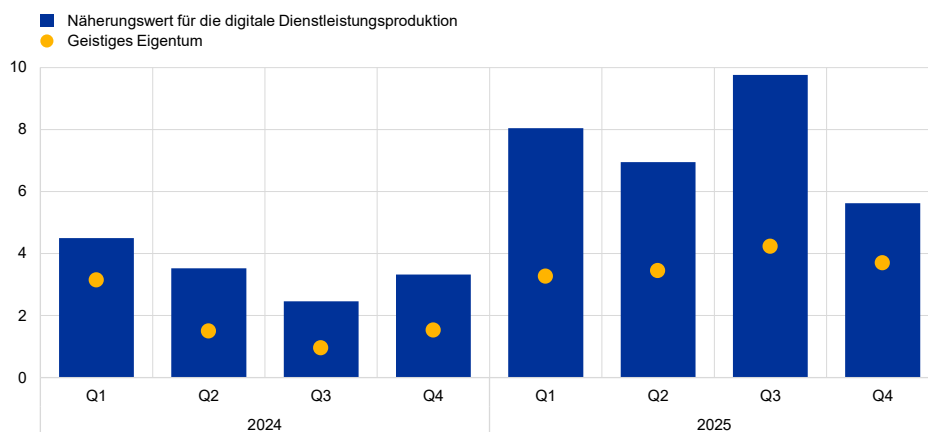
Disaggregierte Angaben zu den Investitionen nach Sektoren und Vermögenswerten sind aktuell nur bis 2024 verfügbar. Allerdings lässt sich ein aktuellerer Näherungswert für die digitale Dienstleistungsproduktion konstruieren als gewichtete Aggregation der monatlichen Produktion in den Bereichen Verlagswesen (in dem das Verlegen von Software eine wichtige Komponente ist), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie sowie Informationsdienstleistungen. Dieser Näherungswert korreliert stark mit dem Wachstum der Investitionen in geistiges Eigentum (und übertrifft dieses sogar) und deutet darauf hin, dass sich die digitalen Investitionen 2025 beschleunigt haben (siehe Abbildung C). Die digitale Dienstleistungsproduktion ist in den vergangenen Jahren ebenfalls etwas stärker gewachsen als der Näherungswert der digitalen Investitionen. Jedoch ist sie nur ein grober Näherungswert für die digitalen Investitionen. Rund 80 % der Produktion in den Bereichen Programmierungstätigkeiten und Informationsdienstleistungen – die größte Komponente unseres Näherungswerts für digitale Dienstleistungen – wurden im Inland genutzt. Allerdings wurde der Großteil dieser Produktion nicht als Investitionen kapitalisiert, sondern vielmehr als Vorleistungen behandelt. Diesbezüglich gibt es zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede, was teilweise dadurch bedingt ist, dass es für die nationalen Statistikämter in der EU keine harmonisierten Messungs- und Rechnungslegungspraktiken gibt (siehe Abbildung D).⁴

⁴ Siehe Nonnis et al. (2025).

Abbildung C

Näherungswert für die digitale Dienstleistungsproduktion und geistiges Eigentum im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



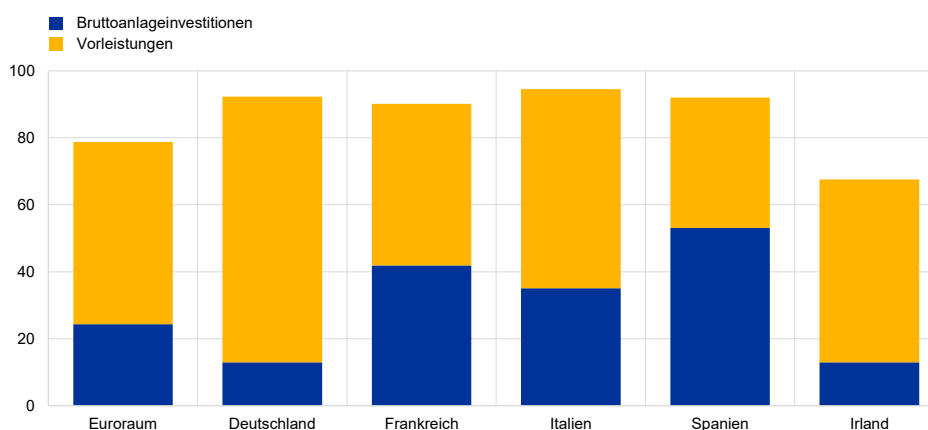
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Näherungswert für die digitale Dienstleistungsproduktion deckt die gewichtete, nicht saisonbereinigte Produktion im Verlagswesen (NACE-Abteilung J58), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie (NACE-Abteilung J62) und Informationsdienstleistungen (NACE-Abteilung J63) ab. Beim geistigen Eigentum ist Irland nicht berücksichtigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (geistiges Eigentum) bzw. Dezember 2025 (Produktionsdaten).

Abbildung D

Nutzung von Aktivitäten aus den Bereichen Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie und Informationsdienstleistungen im Euroraum

(Anteil an der gesamten Nutzung in %)



Quellen: Europäische Kommission (FIGARO-Input-Output-Tabellen) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Nutzung der Produktion in den kombinierten NACE-Abteilungen J62 und J63. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2023.

Im Euroraum sind die digitalen Investitionen zwar stark gestiegen, aber

deutlich langsamer als in den Vereinigten Staaten. Erweitert man den digitalen

Näherungswert um das geschätzte starke Wachstum der digitalen

Dienstleistungsproduktion im Jahr 2025 und rechnet Verzerrungen des

Gesamtrends aufgrund der Volatilität der Investitionen in geistiges Eigentum in

Irland heraus, so deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die digitalen Investitionen

im Euroraum von 2014 bis 2025 um etwas mehr als 60 % zugenommen haben

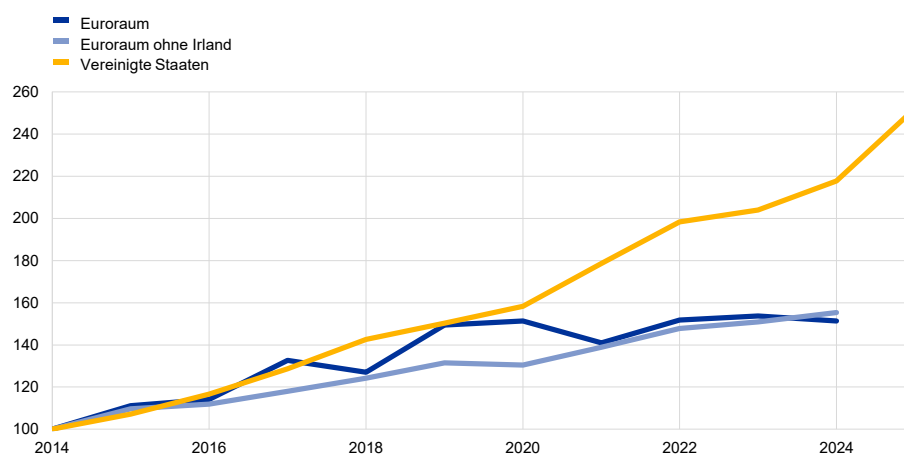
könnten (siehe Abbildung E). Dies entspricht zwar einem starken Wachstum, doch

hat sich ein ähnlicher Näherungswert für die Vereinigten Staaten im gleichen Zeitraum mehr als verdoppelt und ist insbesondere im Jahr 2025 aufgrund der kräftigen Zunahme der Investitionen in Rechenzentren deutlich gestiegen.⁵ Dieser auffallende und offensichtlich größer werdende Abstand zu den Vereinigten Staaten erfordert weitere Untersuchungen. Dabei sollte ermittelt werden, inwieweit sich darin vor allem die generell kleinere Unternehmensgröße im Euroraum, die die Einführung neuer Technologien weniger rentabel macht, strukturelle Rigiditäten im Euroraum oder einfach der „First Mover Advantage“ der Vereinigten Staaten in diesem Bereich widerspiegeln.⁶

Abbildung E

Näherungswert für digitale Investitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 2014 = 100)



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

Anmerkung: Der digitale Näherungswert für den Euroraum entspricht dem in Abbildung B. Der blaue Punkt reicht bis in das Jahr 2025, ausgehend vom jährlichen Wachstum des in Abbildung C gezeigten Näherungswerts für die digitale Dienstleistungsproduktion. Der Näherungswert für die Vereinigten Staaten fasst Investitionen in Rechenzentren, Informationsverarbeitungsgeräte und Software zusammen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (US-Daten), Dezember 2025 (Daten zur digitalen Dienstleistungsproduktion) bzw. 2024 (sonstige Daten).

Mit Blick auf die Zukunft dürfte der Anteil der digitalen Investitionen weiter steigen. Dabei ist mit erheblichen Auswirkungen auf den Konjunkturzyklus und die Politik zu rechnen.

Es wird erwartet, dass digitale Investitionen in der Zukunft – angefangen von Risikokapitalinvestitionen und Mitteln aus dem Programm „Next Generation EU“ – spürbar zunehmen werden. Darüber hinaus wurden vor Kurzem zwei EU-weite Programme – der „Aktionsplan für den KI-Kontinent“ und die Strategie „KI anwenden“ – eingeführt. Ziel ist es, große Summen für digitale Investitionen bereitzustellen und zusätzliche nationale Mittel aus den EU-Mitgliedstaaten zu nutzen.⁷ Allerdings könnten laut einer Umfrage der European Data Centre Association ein unzureichendes Energieangebot, ein Mangel an entsprechenden Fachkräften oder eine Überregulierung eine weitere

⁵ Ein umfassenderer Vergleich der Investitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten findet sich in Andersson et al. (2025).

⁶ Im vorliegenden Wirtschaftsbericht berichten Ferrando et al. (2026) über die aktuelle SAFE-Umfrage, die Fragen zur Nutzung von KI und zu den Investitionstrends in diesem Bereich enthielt. Dabei stellen sie eine starke Korrelation zwischen der KI-Einführung und den Investitionsausgaben der Unternehmen im Euroraum fest. Ähnliche Ergebnisse zeigen sich auch in einer umfassenderen Studie der Europäischen Investitionsbank (2026).

⁷ Siehe Europäische Kommission (2025a) und Europäische Kommission (2025b).

Beschleunigung der digitalen Investitionen behindern.⁸ Die digitalen Investitionen im Euroraum könnten sich außerdem verlangsamen, falls künstliche Intelligenz nicht zu den erwarteten Produktivitätszuwächsen und Kostensenkungen führt, sodass die zukünftigen Nachfragedaten nach unten korrigiert werden müssten.

Literaturverzeichnis

Andersson, M., Jarvis, V. und Soudan, M. (2025), [Weshalb entwickeln sich die Unternehmensinvestitionen im Euroraum nicht so dynamisch wie in den Vereinigten Staaten?](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2025.

Europäische Investitionsbank (2026), [AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#), Working Paper 2026/02, Januar.

Europäische Kommission (2025a), [Aktionsplan für den KI-Kontinent](#).

Europäische Kommission (2025b), [Strategie „KI-anwenden“](#).

European Data Centre Association (2025), [State of European Data Centres 2025](#).

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. und Schmidt, M. (2026), KI-Einführung und -Investitionen: Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage unter Unternehmen im Euroraum, Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2026.

Gal, P., Hooley, J., Ozturk, F. und Unsal, F. (2025), [Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#), OECD Economics Department Working Papers, Nr. 1859, OECD.

Lane, P. (2026), [Interview with La Stampa](#), EZB, 16. Januar.

Nonnis, A., Roth, F. und Bounfour, A. (2025), [Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#), VoxEU Column, Centre for Economic Policy Research, 6. Oktober.

Rubinton, H. und Ankit Patro, B. (2026), [Tracking AI's Contribution to GDP Growth](#), On the Economy Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12. Januar.

⁸ Siehe European Data Centre Association (2025).

KI-Einführung und -Investitionen: Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage unter Unternehmen im Euroraum

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga und Maurice Schmidt

Im vorliegenden Kasten werden neue Erkenntnisse zur Einführung von Technologien der künstlichen Intelligenz (KI) durch Unternehmen im Euroraum sowie zu ihren bis Ende 2026 geplanten Investitionen in diesem Bereich vorgestellt. Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das vierte Quartal 2025 (EZB, 2026) enthielt eine Reihe von Zusatzfragen über die Einführung von KI und die Gründe für deren Nutzung bzw. Nichtnutzung. Gefragt wurden die Unternehmen, inwieweit sie bestimmte Technologien eingeführt haben, darunter Prognoseinstrumente wie Text Mining, Sprach- und Bilderkennung und maschinelles Lernen, generative Tools wie Chatbots und Text-/Bildgenerierung sowie robotergestützte Prozessautomatisierung. Zudem sollten sie ihre Investitionsvorhaben im KI-Bereich für die kommenden zwölf Monate angeben und die Verbreitung von KI-Investitionen unter ihren nationalen Mitbewerbern bis Juni 2025 einschätzen.¹

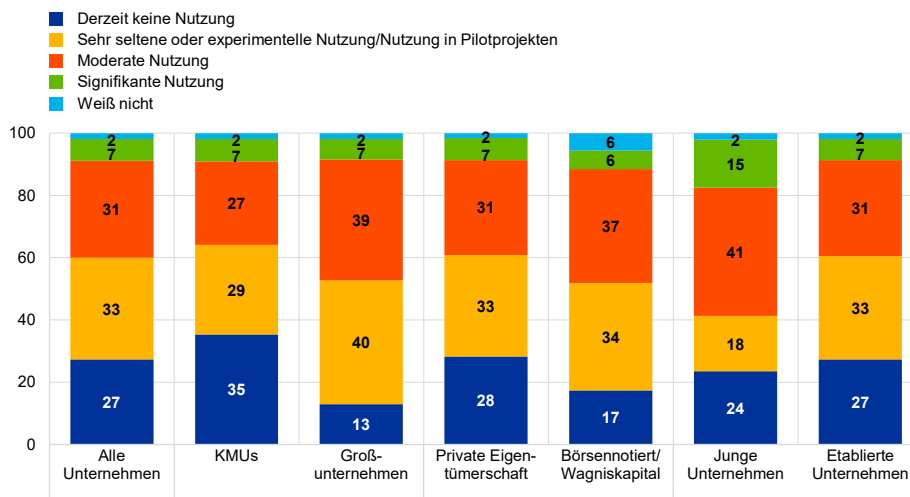
Große, börsennotierte oder mit Wagniskapital finanzierte und junge Unternehmen führen KI häufiger ein als kleine, nicht börsennotierte und etablierte Unternehmen (siehe Abbildung A). Den Umfrageergebnissen zufolge sind 38 % der Unternehmen im Euroraum bei der Einführung von KI bereits weit fortgeschritten und geben an, KI in signifikantem oder moderatem Umfang zu nutzen. 33 % aller Unternehmen befinden sich noch in der Frühphase und nutzen KI sehr selten oder im experimentellen Rahmen. Rund 45 % aller Großunternehmen und börsennotierten oder mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen sind bei der Nutzung von KI bereits weit fortgeschritten. Bei jungen Unternehmen liegt dieser Wert sogar bei 56 %. Allerdings ist der Anteil von Firmen, die eine signifikante Nutzung von KI nennen, über alle Größenkategorien und Eigentumsformen hinweg ähnlich. Dies deutet darauf hin, dass sich die Einführung von KI in einer Kerngruppe von Unternehmen gleichmäßig ausbreitet. Interessanterweise ist dieser Anteil bei jungen Unternehmen doppelt so hoch, was vermutlich die treibende Rolle von Start-ups widerspiegelt.²

¹ Weitere Informationen zu den anderen KI-Zusatzfragen in der SAFE-Umfrage finden sich in EZB (2026).

² Ähnliche Anteile bei der KI-Einführung nach Unternehmensmerkmalen zeigen sich auch bei Unternehmen in verschiedenen Ländern. Siehe hierzu Yotzov et al. (2026) für das Vereinigte Königreich, die Vereinigten Staaten, Deutschland und Australien sowie Bencivelli et al. (2026) für Deutschland, Italien und Spanien.

Abbildung A Nutzung von KI nach Unternehmensmerkmalen

(in % der Befragten)



Quellen: SAFE-Umfrage (EZB, 2026) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „KMUs“ steht für kleine und mittlere Unternehmen (Unternehmen mit bis zu 250 Beschäftigten). „Junge Unternehmen“ sind weniger als fünf Jahre alt. „Private Eigentümerschaft“ bezieht sich auf Einzelpersonen, Familien oder sonstige Unternehmen, die eine Mehrheitsbeteiligung an den jeweiligen Unternehmen halten. „Börsennotiert/Wagniskapital“ bezieht sich auf eine Mehrheitsbeteiligung durch Anteilseigner aus der breiten Öffentlichkeit bzw. Wagniskapitalgesellschaften. Die Zahlen beziehen sich auf die Umfragerunde von Oktober bis Dezember 2025.

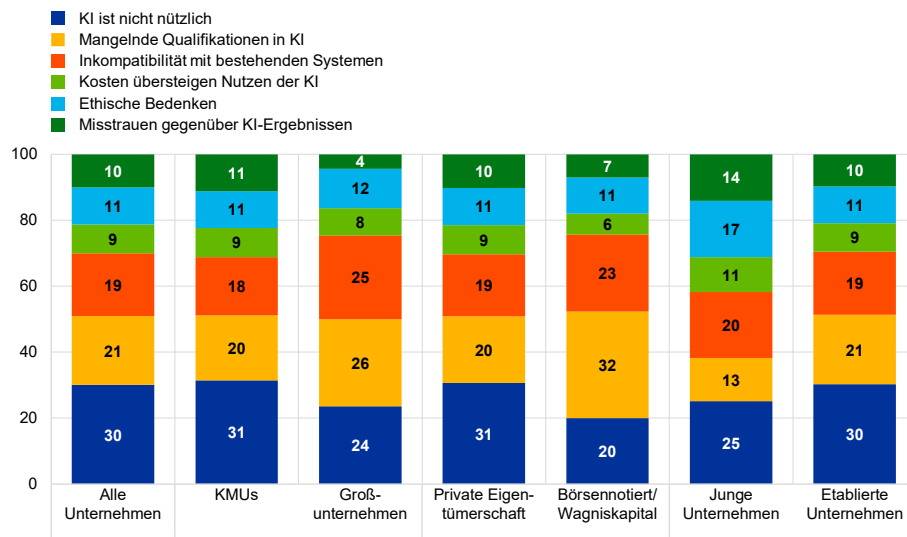
Den Umfrageergebnissen zufolge liegen die häufigsten Gründe für die Nichtverwendung von KI darin, dass sie als wenig nützlich empfunden wird und ihre Implementierung Herausforderungen mit sich bringt (siehe Abbildung B). So nennen 30 % der Unternehmen, die KI derzeit nicht nutzen, die mangelnde Nützlichkeit als Haupthindernis. Rund 20 % führen die Inkompatibilität mit ihren bestehenden Systemen und einen Mangel an relevanten Qualifikationen an. Großunternehmen bescheinigen KI seltener eine mangelnde Nützlichkeit als kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), berichten aber häufiger von Herausforderungen bei der Implementierung wie unzureichender KI-Expertise und Systeminkompatibilitäten. Börsennotierte oder mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen, in denen KI generell stärker verbreitet ist, scheinen den potenziellen Mehrwert von KI auch dann anzuerkennen, wenn sie sie noch gar nicht eingeführt haben. Dagegen nennen privat geführte Unternehmen öfter Hinderungsgründe wie die von ihnen als unzureichend empfundene Nützlichkeit. Im Gegensatz zu etablierten Unternehmen äußern jüngere Unternehmen häufiger ethische Bedenken und führen Misstrauen gegenüber KI-Ergebnissen als Hemmnis für die Einführung an.³

³ In der Umfrage wurden die Unternehmen auch zu ihren Gründen für die Nutzung von KI befragt. Die Antworten zeigen, dass KI in erster Linie eingesetzt wird, um Prozesse innerhalb und außerhalb des Kerngeschäfts zu verbessern. Deutlich weniger Unternehmen führen hingegen eine Senkung der Personalkosten, die Förderung von Forschung, Entwicklung und Innovationen oder die Ausweitung ihres Produkt- und Dienstleistungsangebots an. Unabhängig davon, inwieweit die Unternehmen bereits KI eingeführt haben, nennen sie tendenziell ähnliche Gründe für die Implementierung, wobei die Unternehmensgröße keinen signifikanten Unterschied macht (EZB, 2026).

Abbildung B

Gründe für die Nichtverwendung von KI nach Unternehmensmerkmalen

(in % der Befragten)



Quellen: SAFE-Umfrage (EZB, 2026) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Alle Unternehmen“ umfasst nur Unternehmen, die KI derzeit nicht nutzen. „KMUs“ steht für kleine und mittlere Unternehmen (Unternehmen mit bis zu 250 Beschäftigten). „Junge Unternehmen“ sind weniger als fünf Jahre alt. „Private Eigentümerschaft“ bezieht sich auf Einzelpersonen, Familien oder sonstige Unternehmen, die eine Mehrheitsbeteiligung an den jeweiligen Unternehmen halten. „Börsennotiert/Wagniskapital“ bezieht sich auf eine Mehrheitsbeteiligung durch Anteilseigner aus der breiten Öffentlichkeit bzw. Wagniskapitalgesellschaften. Die Zahlen beziehen sich auf die Umfragerunde von Oktober bis Dezember 2025.

Unternehmen, die KI in signifikantem Umfang nutzen, erwarten eher einen Anstieg von Umsatz und Anlageinvestitionen als Unternehmen, die keine KI verwenden (siehe Abbildung C). Eine Regressionsanalyse verdeutlicht den Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der KI-Nutzung und den Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich realer Ergebnisse. Je nach Größe, Sektor und Standort rechnen Unternehmen, die KI signifikant nutzen, in den nächsten drei Monaten eher mit höheren Umsätzen und Anlageinvestitionen (+21 % bzw. +13 %) als Unternehmen, die keine KI verwenden (siehe Abbildung C, Grafik a). Zudem steigt der erwartete Anteil der künftigen Investitionen, die in KI fließen, mit der Häufigkeit der KI-Nutzung. Unternehmen, die KI nur selten nutzen, gehen davon aus, künftig 3,2 Prozentpunkte mehr in KI zu investieren als Unternehmen ohne KI-Nutzung (siehe Abbildung C, Grafik b). Bei Unternehmen mit moderater oder signifikanter KI-Nutzung liegen die Unterschiede gegenüber Unternehmen, die keine KI verwenden, indes bei 5,5 bzw. 11,5 Prozentpunkten. Darüber hinaus erwarten Firmen, die KI in signifikantem Umfang nutzen, in den kommenden zwölf Monaten einen zusätzlichen Anstieg der Löhne und der Beschäftigung um 0,6 bzw. 1,3 Prozentpunkte (verglichen mit Unternehmen ohne KI-Nutzung).⁴

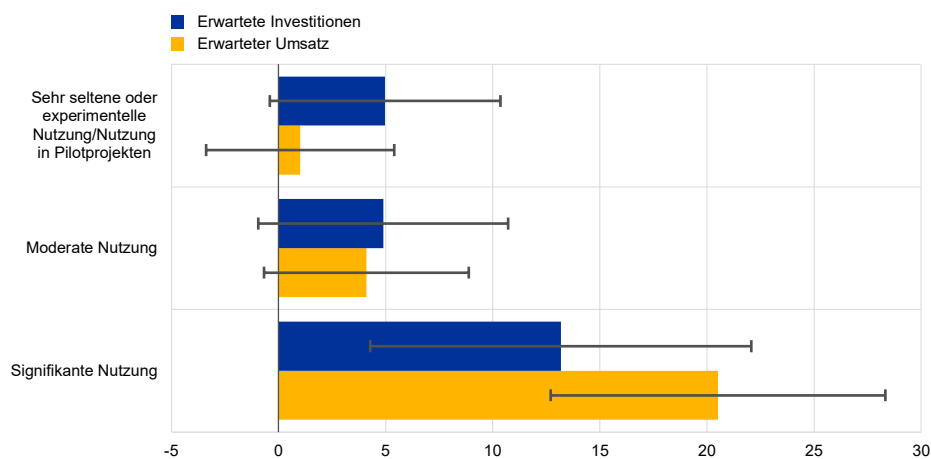
⁴ Bei Unternehmen, die keine KI nutzen, beträgt der gewichtete Mittelwert der erwarteten Lohnzuwächse 3,1 % gegenüber 3,7 % bei Unternehmen mit signifikanter KI-Nutzung. Mit Blick auf die Beschäftigung liegen die entsprechenden Werte bei 0,6 % bzw. 2,8 %. Ähnliche Ergebnisse werden von Aldasoro et al. (2026) berichtet.

Abbildung C

Nutzung von KI und Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich realer Ergebnisse

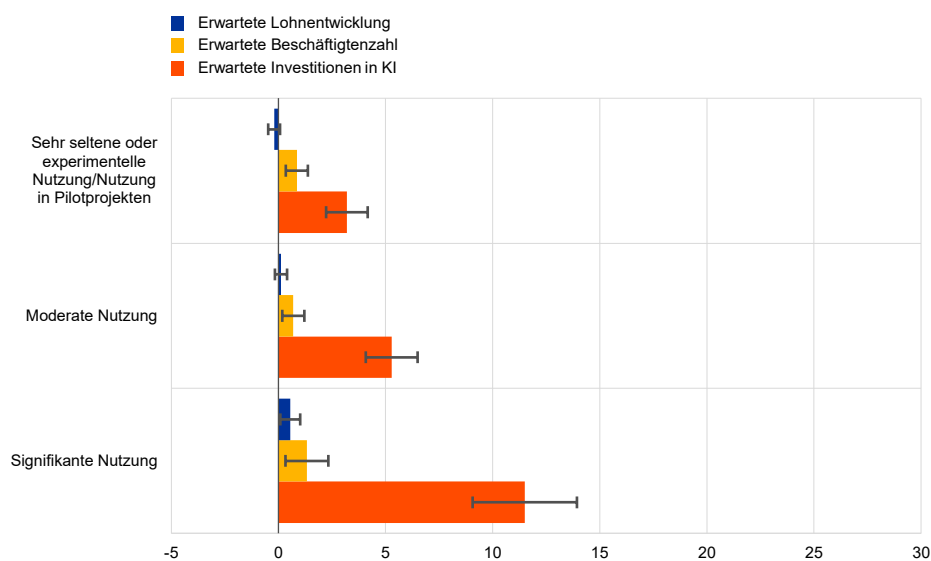
a) Investitionen und Umsatz

(in %)



b) Löhne, Beschäftigung und KI-Investitionen

(in Prozentpunkten)



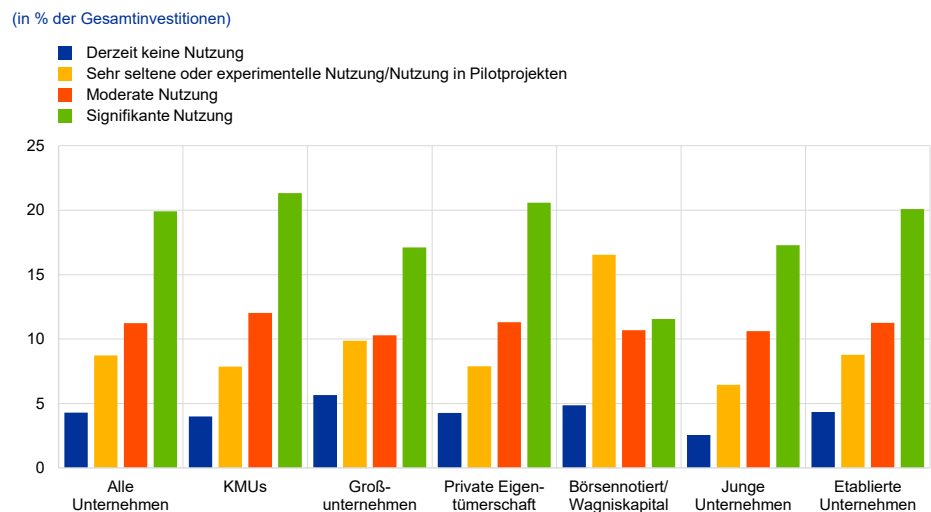
Quellen: SAFE-Umfrage (EZB, 2026) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Koeffizienten der Regressionen der erwarteten Umsätze/Investitionen auf Unternehmensebene (Dummy-Variablen, die den Wert 1 annehmen, wenn das Unternehmen in den nächsten drei Monaten einen Anstieg erwartet) abhängig von der KI-Nutzung, wobei die Kategorie „keine Nutzung“ weggelassen wurde. Grafik b zeigt die Koeffizienten der Regressionen auf Unternehmensebene von drei stetigen Variablen – die für die kommenden zwölf Monate erwarteten Zuwächse von Löhnen, Beschäftigtenzahl und Investitionsquote – abhängig von der KI-Nutzung. Umfragegewichtete Regressionen mit branchen-, länder- und unternehmensgrößenspezifischen fixen Effekten. Die Antennen markieren Konfidenzintervalle von 90 %. Die Abbildung basiert auf der Umfragerunde von Oktober bis Dezember 2025.

Unternehmen, die derzeit KI nutzen, gehen davon aus, im laufenden Jahr mehr in KI zu investieren als Unternehmen ohne KI-Nutzung, was auf einen sich selbst verstärkenden Zyklus von Einführung und Innovation hindeutet (siehe Abbildung D). Im Durchschnitt erwarten die Unternehmen, 9 % ihrer Gesamtinvestitionen für KI aufzuwenden, wobei jedoch je nach Unternehmensmerkmalen und dem Ausmaß der KI-Einführung signifikante Unterschiede bestehen. Firmen, die KI derzeit nicht nutzen, gehen davon aus, einen

vergleichsweise geringen Anteil ihrer Investitionen für KI zu verwenden (durchschnittlich 4 %). Dabei prognostizieren die Großunternehmen unter diesen Nicht-Nutzern leicht höhere Quoten (6 %) als die KMUs (4 %). Demgegenüber planen Unternehmen, die bei der Einführung von KI bereits weiter fortgeschritten sind, deutlich höhere Investitionsquoten. Unternehmen mit einer moderaten KI-Nutzung gehen davon aus, 11 % ihrer Investitionen in KI fließen zu lassen, während diejenigen, die KI signifikant nutzen, die höchsten geplanten Investitionsquoten (20 %) vermelden. Unter diesen signifikanten Nutzern liegen KMUs mit einem erwarteten Anteil von 21 % an erster Stelle, verglichen mit 17 % bei Großunternehmen. Das allgemeine Muster der KI-Investitionen deutet auf einen sich selbst verstärkenden Zyklus hin, in dem Firmen, die KI bereits nutzen, stärker in die Weiterentwicklung und Integration dieser Technologien investieren.

Abbildung D
 Erwartete KI-Investitionen in den kommenden zwölf Monaten nach aktueller Nutzungsintensität und Unternehmensmerkmalen



Quellen: SAFE-Umfrage (EZB, 2026) und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: „KMUs“ steht für kleine und mittlere Unternehmen (Unternehmen mit bis zu 250 Beschäftigten). „Junge Unternehmen“ sind weniger als fünf Jahre alt. „Private Eigentümerschaft“ bezieht sich auf Einzelpersonen, Familien oder sonstige Unternehmen, die eine Mehrheitsbeteiligung an den jeweiligen Unternehmen halten. „Börsennotiert/Wagniskapital“ bezieht sich auf eine Mehrheitsbeteiligung durch Anteilseigner aus der breiten Öffentlichkeit bzw. Wagniskapitalgesellschaften. Die Zahlen beziehen sich auf die Umfragerunde von Oktober bis Dezember 2025.

Auch die Eigentümerstruktur korreliert mit dem Investitionsverhalten im Bereich der KI. Unternehmen, die KI moderat nutzen, weisen unabhängig von ihrer Eigentümerstruktur ähnliche Investitionstrends auf, wohingegen bei Unternehmen, die sich bei der Einführung von KI noch in der Frühphase befinden oder bereits weit fortgeschritten sind, Unterschiede erkennbar sind (siehe Abbildung D).

Börsennotierte oder mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen erwarten die höchste KI-Investitionsquote, wenn sie sich in der Frühphase der KI-Einführung befinden. So gehen sie davon aus, 17 % ihrer Gesamtinvestitionen für KI aufzuwenden – gegenüber 8 % bei privat geführten Unternehmen. Diese Führungsrolle dürfte auf ihre Finanzierungsvorteile und ihre Ausrichtung auf hohe Wachstumschancen zurückzuführen sein. Im Gegensatz dazu liegen privat geführte Unternehmen bei den Investitionen in fortgeschrittenen Phasen vorne und erwarten,

21 % ihrer Gesamtinvestitionen für KI aufzuwenden, verglichen mit 12 % bei börsennotierten oder mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen. Dies dürfte ihren konzentrierten Eigentümerstrukturen und ihrer langfristigen strategischen Ausrichtung geschuldet sein, was ihnen mehr Flexibilität bietet, um die erwiesenen Vorteile von KI gewinnbringend zu nutzen.

Junge Unternehmen investieren anfangs wenig in KI, stocken diese Investitionen aber mit zunehmender KI-Einführung auf. Sie melden die niedrigsten erwarteten KI-Investitionsquoten in den Anfangsphasen der Einführung (3 % ihrer Gesamtinvestitionen; siehe Abbildung D). Mit der zunehmenden Einführung von KI steigt dieser Anteil jedoch auf 17 % und nähert sich damit dem Investitionsniveau etablierter Unternehmen an. Dieses Muster dürfte sich durch mehrere Faktoren erklären lassen. So sorgt Lernen durch praktische Anwendung (Learning by Doing) für mehr Klarheit darüber, welche Anwendungen einen Mehrwert schaffen, und erfolgreiche Pilotprojekte in der Anfangsphase liefern gute Gründe für nachfolgende Investitionsentscheidungen.

Literaturverzeichnis

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. und Wolski, M. (2026), [AI adoption, productivity and employment: evidence from European firms](#), Working Papers der BIZ, Nr. 1325, Januar.

Bencivelli, L., De Masi, L., Falck, E., Fernández Cerezo, A., Formai, S., Hidalgo Bricio, I., Mattevi, E. und Nagengast, A. (2026), [Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys](#), VoxEU Column.

EZB (2026), [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Fourth quarter of 2025](#).

Yotzov, I., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Davis, S. J., Foster, K. M., Jalca, A., Meyer, B. H., Mizen, P., Navarrete, M. A., Smietanka, P., Thwaites, G. und Wang, B. Z. (2026), [Firm Data on AI](#), Working Paper des NBER, Nr. 34836, Februar.

Finanzielle und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen des Anstiegs der sehr langfristigen Zinsen

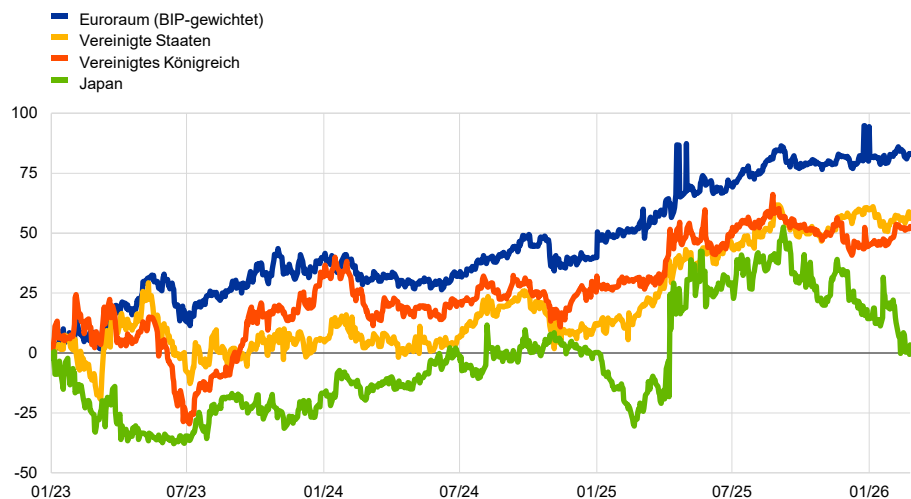
Tilman Bletzinger, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsi und Johannes Pöschl

In mehreren Industrieländern sind die sehr langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr deutlich gestiegen, was zu einer Versteilung der Zinsstrukturkurve am sehr langen Ende geführt hat (siehe Abbildung A). Im Euroraum ist die Versteilung im Laufzeitbereich 10-30 Jahre verglichen mit ähnlichen Phasen in der Vergangenheit relativ ausgeprägt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Zinsstrukturkurven in den Euro-Ländern angesichts der höheren langfristigen Realzinsen, globaler Faktoren und einer fiskalischen Neupositionierung inzwischen wieder einen normaleren Verlauf annehmen (Böninghausen und Vladu, 2026). Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich die Versteilung am langen Ende der Zinsstrukturkurve auf die staatlichen Finanzierungskosten, die Portfolios im privaten Sektor, die Bankkreditvergabe und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirkt.

Abbildung A

Steigung der Zinsstrukturkurven von Staatsanleihen im Euroraum und in ausgewählten Ländern im Laufzeitbereich 10-30 Jahre

(in Basispunkten)



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

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die kumulierten Veränderungen der Steilheit der einzelnen Zinsstrukturkurven von Staatsanleihen. Diese wurden anhand der Steigung im Laufzeitbereich 10-30 Jahre ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. Februar 2026.

Die direkten Auswirkungen eines Anstiegs der sehr langfristigen Zinsen auf die staatlichen Finanzierungskosten dürften begrenzt sein. Das Angebot an Staatsanleihen mit sehr langer Laufzeit hat sich in den letzten Jahren erhöht – sowohl absolut gesehen als auch bezogen auf den Anteil an den insgesamt ausstehenden staatlichen Schuldtiteln (siehe Abbildung B, Grafik a). Dieses gestiegene Angebot trägt ceteris paribus zu höheren Renditen am sehr langen Ende

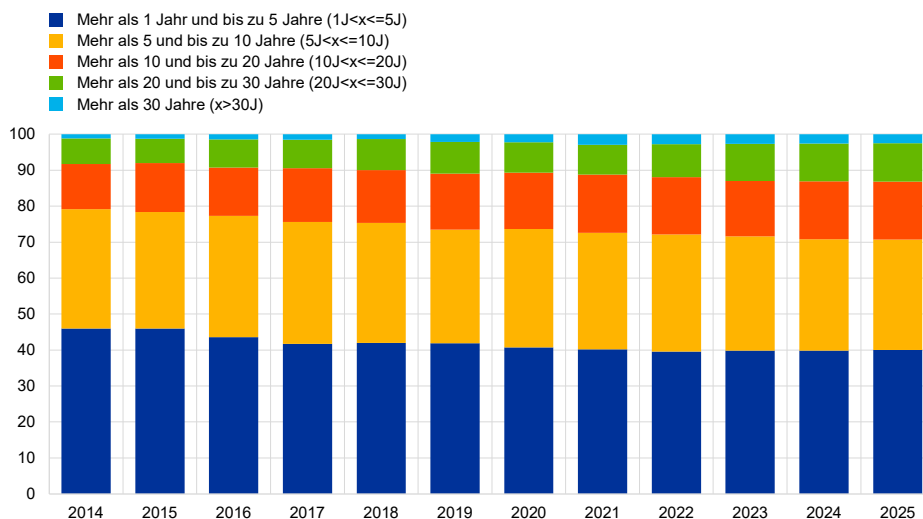
der Kurve bei. Allerdings dürften sich die Effekte des steileren Kurvenverlaufs im Laufzeitbereich 10-30 Jahre auf die Gesamtfinanzierungskosten des Staates in Grenzen halten. Rund 70 % der Emissionen weisen nach wie vor eine Laufzeit von weniger als zehn Jahren auf und sind daher nicht direkt von den höheren sehr langfristigen Zinssätzen betroffen. Darüber hinaus können die Schuldenverwaltungen flexibel auf Zinsänderungen reagieren und die Laufzeitstruktur ihrer Emissionen anpassen. Dadurch ist es ihnen möglich, die Auswirkungen einer Versteilung der Zinsstrukturkurve auf die Finanzierungskosten der Staaten einzudämmen.¹

¹ In der Niedrigzinsphase bestand eine wichtige Strategie der Schuldenverwaltungen darin, neue Anleihen mit längeren Laufzeiten zu begeben. Plessen-Mátyás et al. (2023) analysieren, wie die Staaten ihr Emissionsverhalten anpassen, um Veränderungen im Zinsumfeld Rechnung zu tragen.

Abbildung B Ausstehende Staatsanleihen aus dem Euroraum

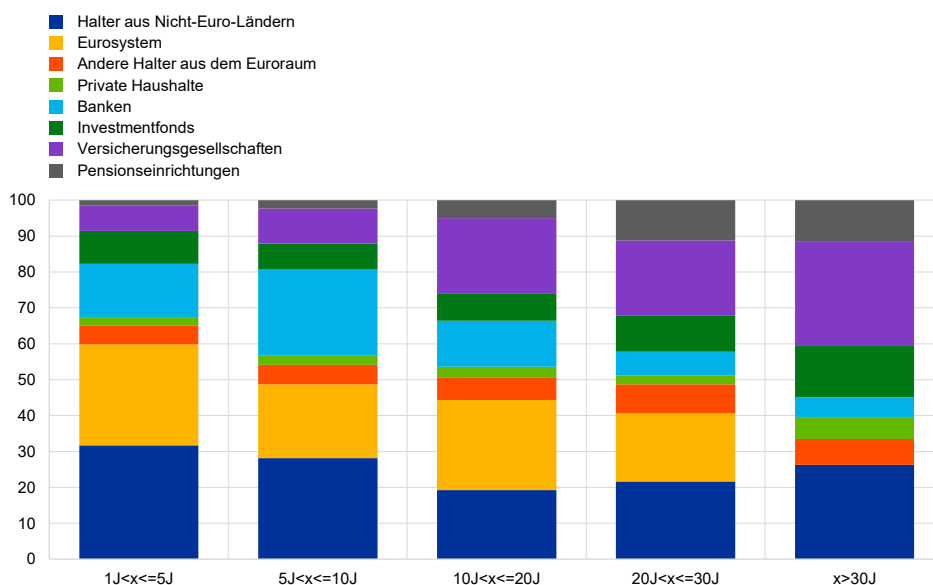
a) Nach Laufzeitkategorie

(in % der ausstehenden Anleihen)



b) Nach Haltersektor

(in % der ausstehenden Anleihen)



Quellen: Statistik der EZB über Wertpapierbestände, Centralised Securities Database und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Halter aus Nicht-Euro-Ländern sind u.a. Anleger außerhalb des Euroraums. Der Abbildung liegen Daten aus Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien zugrunde.

Wenn Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) als Reaktion auf Änderungen der sehr langfristigen Zinssätze ihre Portfolios umschichten, kann sich dies auf die Finanzierungskosten des privaten Sektors auswirken. Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sind die wichtigsten Sektoren, die Anleihen mit sehr langen Laufzeiten halten. Auf sie entfallen zusammen mehr als 40 % der Anleihen mit einer Laufzeit von über 30 Jahren (siehe Abbildung B, Grafik b). Da die Bilanzen der VGPEs in der Regel

negative Durationslücken aufweisen (d. h., die Duration ihrer Passiva übersteigt die ihrer Aktiva), verbessert sich ihre Kapitalposition bei steigenden langfristigen Zinsen. Dadurch müssen sie weniger Strategien zur Durationsanpassung umsetzen, und die Nachfrage nach langfristigen Anleihen verringert sich (siehe Domanski et al., 2017). Zudem könnte der Übergang niederländischer Pensionseinrichtungen von Systemen mit Leistungszusagen zu Systemen mit Beitragszusagen, der bis 2028 abgeschlossen sein soll, Umschichtungen weg von sehr langfristigen Anleihen begünstigen, da der Bedarf zur Absicherung sehr langfristiger Zinsänderungsrisiken dadurch sinken wird. Wie sich diese Verschiebungen auf die Finanzierungskosten des privaten Sektors auswirken, wird davon abhängen, wie die VGPEs ihre Portfolios umschichten. Erwerben sie deutlich mehr Vermögenswerte des privaten Sektors wie Unternehmensanleihen oder Aktien, steigt hierdurch die Rendite dieser Vermögenswerte, und die Finanzierungskosten des privaten Sektors verringern sich (siehe Kubitzka, 2026). Geht die Verteilung der Zinsstrukturkurve dagegen mit allgemein höheren Langfristzinsen einher, dann werden die VGPEs weniger geneigt sein, bei ihrer Suche nach Rendite risikoreichere Vermögenswerte wie Unternehmensanleihen oder Aktien zu erwerben (siehe Kaufmann et al., 2024). Stattdessen könnten die Versicherungsgesellschaften verstärkt auf Staatsanleihen im gesamten Laufzeitspektrum setzen und damit Aufwärtsdruck auf die Finanzierungskosten des privaten Sektors ausüben. Es gibt also mehrere, sich potenziell gegenseitig kompensierende Kanäle, über die Portfoliumschichtungen der VGPEs die Finanzierungskosten des privaten Sektors beeinflussen können. Die Gesamtwirkung lässt sich jedoch nicht eindeutig beschreiben.

Die Verteilung der Zinsstrukturkurve führt zu Aufwärtsdruck auf die Zinsen für Hypothekarkredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als zehn Jahren.

In der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES) vom Februar 2025 meldete fast die Hälfte der privaten Haushalte mit Hypothekarkrediten, dass diese eine anfängliche Zinsbindung von mehr als zehn Jahren aufwiesen. Bei rund einem Viertel der Haushalte betrug die Zinsbindung mehr als 20 Jahre (siehe Abbildung C, Grafik a). Seit Januar 2025 sind die aus Online-Angeboten erhobenen sehr langfristigen Hypothekenzinsen vor allem in Deutschland und Italien deutlich gestiegen (siehe Abbildung C, Grafik b).² Die zusätzlichen Zinsen, die private Haushalte für Hypothekarkredite mit einer sehr langen Zinsbindung zahlen müssen, haben sich im Vergleich zu Hypothekarkrediten mit einer zehnjährigen Zinsbindung ebenfalls stark erhöht, insbesondere in Deutschland und Italien (siehe Abbildung C, Grafik c). Insgesamt kann sich dies verschärfend auf die Finanzierungskosten der privaten Haushalte auswirken.

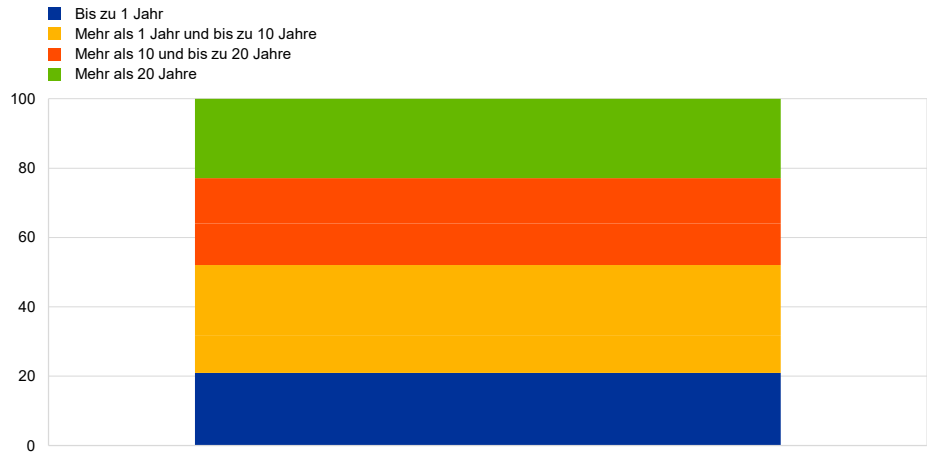
² Online-Daten zu Hypothekarkrediten liefern Informationen zu Krediten mit einer ganz bestimmten Zinsbindung und konstanten Kreditnehmereigenschaften. Sie eignen sich daher besser als Näherungswerte für die Zinsangebote von Banken als die Zinsstatistik. Die Zinsstatistik hingegen spiegelt das Gleichgewicht zwischen den Zinsangeboten der Banken und den Entscheidungen der Kreditnehmer wider. Unter sehr langfristigen Hypothekenzinsen sind die angebotenen Zinssätze mit einer anfänglichen Zinsbindung zu verstehen, die so nahe wie möglich bei 30 Jahren liegt. In Deutschland, Spanien und Italien sind dies 30 Jahre und in Frankreich 25 Jahre.

Abbildung C

Zinsbindungsdauer von Hypothekarkrediten, Zinsangebote für Hypothekarkredite mit sehr langer Zinsbindung sowie Veränderung des Zinsabstands zwischen Hypotheken mit sehr langer und Hypotheken mit langer Zinsbindung

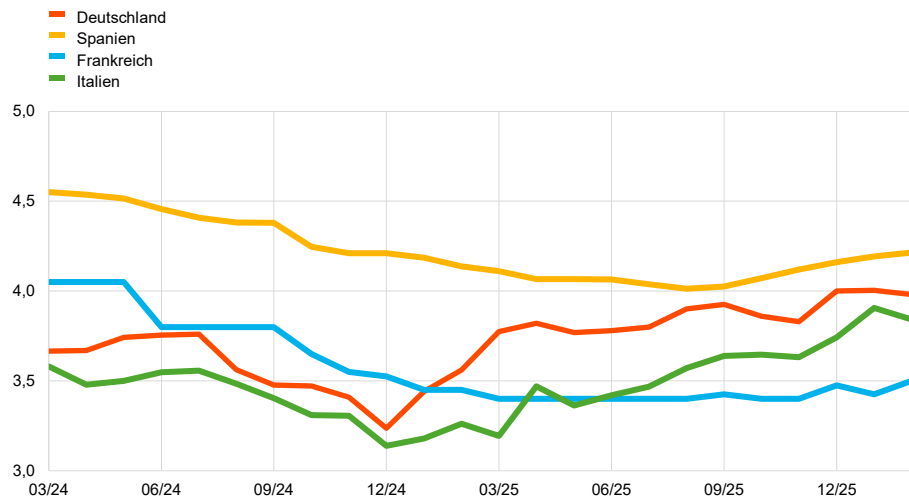
a) Hypothekarkredite nach Zinsbindungsdauer

(in % der ausstehenden Hypothekarkredite)



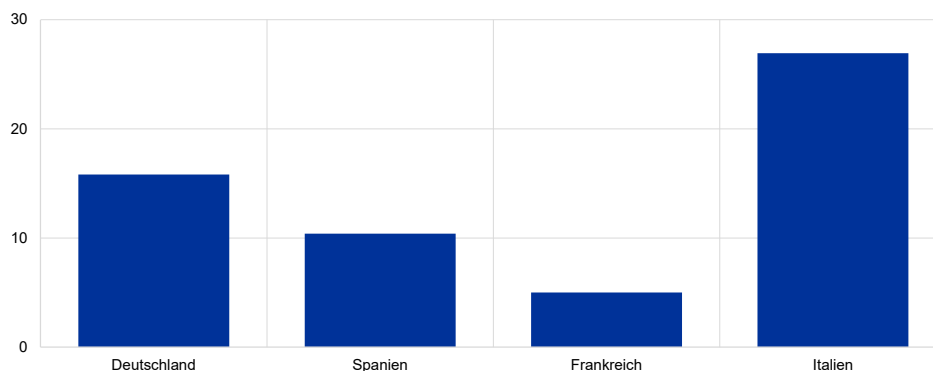
b) Zinsangebote für Hypothekarkredite mit sehr langer Zinsbindung

(in % p. a.)



c) Veränderung des Zinsabstands zwischen Hypotheken mit sehr langer und Hypotheken mit langer Zinsbindung seit Januar 2025

(in Basispunkten)



Quellen: CES, online angebotene Zinssätze (MutuiSupermarket, Idealista, Verivox und Empruntis) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Antworten der privaten Haushalte aus den beiden Gruppen mit dem geringsten Finanzwissen wurden nicht berücksichtigt. Die Gewichtung der Antworten erfolgte anhand von Bevölkerungsstichprobengewichten und der Hypothekenvolumen bei Kreditvergabe. Grafik b: online angebotene Zinssätze für Hypothekarkredite mit sehr langer Zinsbindung. Grafik c: Die Zinsabstände der dargestellten Länder entsprechen der jeweiligen Differenz zwischen den Zinssätzen für Hypothekarkredite mit einer Zinsbindung, die so nahe wie möglich bei 30 Jahren liegt, und den Zinssätzen für Hypothekarkredite mit einer Zinsbindung, die so nahe wie möglich bei 10 Jahren liegt. Dies sind in Deutschland 30 Jahre und 10 Jahre, in Frankreich 25 Jahre und 10 Jahre und in Italien und Spanien 30 Jahre und 15 Jahre. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2025 (CES) bzw. auf Februar 2026 (online ausgeschriebene Zinssätze).

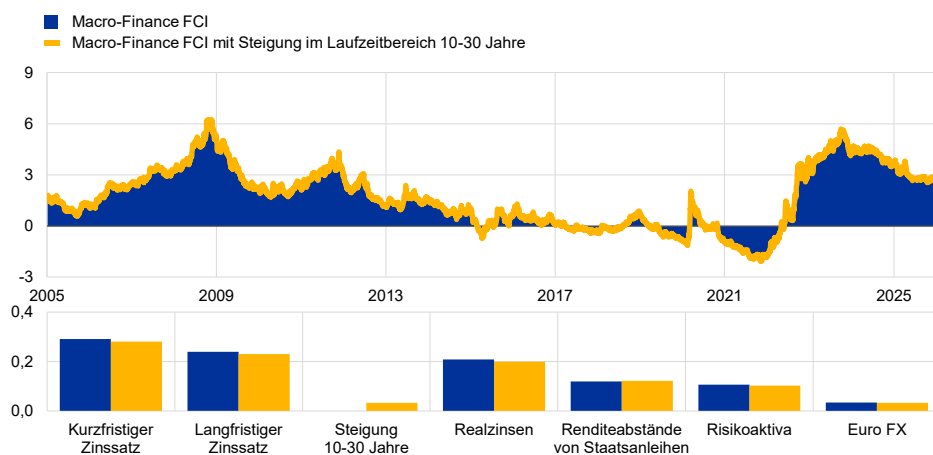
Die Zinssätze mit einer sehr langen Laufzeit haben einen geringen Einfluss auf Indizes der Finanzierungsbedingungen, in denen gesamtwirtschaftlich relevante Vermögenspreise zusammengefasst werden. Mithilfe des von Bletzinger et al. (2026) entwickelten Macro-Finance Financial Conditions Index (Macro-Finance FCI) lässt sich beurteilen, welche Relevanz Finanzmarktvariablen für die gemeinsame Dynamik von wichtigen makroökonomischen Kennzahlen und Finanzierungsbedingungen haben. Wird die Basisspezifikation um die Steigung ergänzt, die im Bereich 10-30 Jahre der Zinsstrukturkurve für den Overnight Index Swap (OIS) gemessen wird, bleibt der Macro-Finance FCI im Wesentlichen unverändert, da das geschätzte Gewicht dieser Steigung gering ist (siehe Abbildung D, Grafik a). Sobald Standardlaufzeiten (in Form von Tagesgeld- und Zehnjahreszinsen) einfließen, liefert die Berücksichtigung von sehr langen Laufzeiten keine zusätzlichen Informationen zu den Finanzierungsbedingungen und somit auch nicht zur gesamtwirtschaftlichen Dynamik im Euroraum. Im Vergleich zur Basisspezifikation des Macro-Finance FCI bewirkt die erweiterte Spezifikation keine Verbesserung der Anpassungsgüte in Bezug auf die Gesamtinflation, die Produktionslücke und die Finanzierungsbedingungen.

Abbildung D

Finanzierungsbedingungen und gesamtwirtschaftliche Reaktionen auf die Versteilung der Kurve

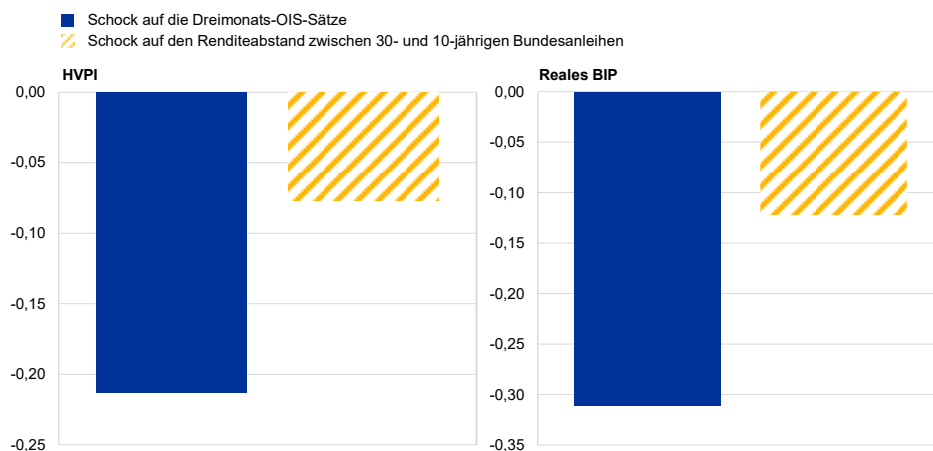
a) Finanzierungsbedingungen

(obere Grafik: Index; untere Grafik: Verhältnis)



b) Reaktion der am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessenen Inflation und des realen BIP auf Zinsänderungen

(in %)



Quellen: Bletzinger et al. (2026), LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a): Im oberen Schaubild kennzeichnet der blaue Bereich die Basisspezifikation des Macro-Finance FCI von Bletzinger et al. (2026). Die gelbe Linie stellt eine Neuschätzung dar, die als zusätzliche Variable die Steigung im langfristigen Bereich der OIS-Kurve berücksichtigt. Im unteren Schaubild entsprechen die Balken den normalisierten Gewichten der unterschiedlichen Vermögensklassen in der Basisspezifikation und in der Neuschätzung. „Steigung 10-30 Jahre“ bezieht sich auf die Steigung im Kurvenbereich 10-30 Jahre. „Euro FX“ bezieht sich auf den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro. Grafik b): auf Basis von Altavilla et al. (2019) geschätzte lokale Projektionen für einen von der Geldpolitik der EZB ausgelösten Schock in Höhe einer Standardabweichung auf die Dreimonats-OIS-Sätze (blau) sowie auf den Renditeabstand zwischen 30- und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen (gelb). Die Balken stellen die stärksten Reaktionen über einen Zeithorizont von drei Jahren dar. Die ausgefüllten Flächen bedeuten, dass die Gesamtreaktion auf einem Niveau von 10 % statistisch signifikant ist. Die Modellschätzungen wurden mit monatlicher Frequenz für den Zeitraum von Januar 2002 bis September 2025 vorgenommen. Das Modell weist zwei Verzögerungen auf. Es enthält folgende Kontrollvariablen: Renditeabstand zwischen 30- und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen, Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen, Dreimonats-OIS-Sätze, EUR/USD-Wechselkurs, logarithmierter zusammengesetzter Indikator für systemischen Stress (CISS), Primärrohstoff-Preisindex des IWF.

Die gesamtwirtschaftlichen Implikationen einer Versteilung am sehr langen Ende der Zinsstrukturkurve halten sich insgesamt in Grenzen.

Die bisherigen Erörterungen deuten auf gegenläufige Effekte hin, die durch mehrere Übertragungskkanäle – staatliche Finanzierungskosten, Portfolioumschichtungen und Hypothekennmärkte – zustande kommen. Empirische Schätzungen zeigen allerdings,

dass sich Schocks auf die Steigung im langfristigen Bereich der Zinsstrukturkurve nur begrenzt auf die Inflation und das reale BIP im Euroraum auswirken (siehe Abbildung D, Grafik b). Die Reaktion der HVPI-Inflation – der wichtigsten Messgröße der EZB für Preisstabilität – auf Veränderungen der Steigung im langfristigen Bereich der Zinsstrukturkurve ist um mehr als das Dreifache geringer als bei einem konventionellen kurzfristigen Zinsschock und zudem nicht statistisch signifikant. Ähnlich verhält es sich mit dem realen BIP: Dieses geht nach einem Verteilungsschock etwas zurück, doch im Vergleich zu einem kurzfristigen Zinsschock fällt die Reaktion deutlich schwächer aus und ist nicht statistisch signifikant. Fazit: Eine Verteilung der langfristigen Zinsstrukturkurve wirkt sich unterschiedlich stark auf die Finanzierungskosten und die Finanzintermediäre aus. Indes bleiben die Finanzierungsbedingungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik hiervon weitgehend unberührt.

Literaturverzeichnis

- Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. und Ragusa, G. (2019), [Measuring euro area monetary policy](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 108, S. 162-179.
- Bletzinger, T., Martorana, G. und Mistak, J. (2026), [Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3193, Februar.
- Böninghausen, B. und Vladu, A. (2026), [Sloping up: The repricing of Euro area rends in 2025](#), Der EZB-Blog, 16. Januar.
- Domanski, D., Shin, H. S. und Sushko, V. (2017), [The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#), IMF Economic Review, Bd. 65, Nr. 1, S. 113-153.
- Kaufmann, C., Levya, J. und Storz, M. (2024), [Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2892, Januar.
- Kubitza, C. (2026), [Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#), The Review of Financial Studies, im Erscheinen.
- Plessen-Mátyás, K., Kaufmann, C. und von Landesberger, J. (2023), [Funding Behavior of Debt Management Offices and the ECB's Public Sector Purchase Program](#), International Journal of Central Banking, Bd. 19, Nr. 4, S. 339-399.

8 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 5. November 2025 bis zum 10. Februar 2026

Christian Lizarazo und Kristian Tötterman

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2025. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 5. November 2025 bis zum 10. Februar 2026 („Berichtszeitraum“).

Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm weiter ab. Insgesamt wurde im Berichtszeitraum weniger Liquidität bereitgestellt. Hauptgrund hierfür waren die gesunkenen Wertpapierbestände des Eurosystems aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP). Diese gehen zurück, weil die Tilgungsbeträge aus dem APP seit Anfang Juli 2023 und jene aus dem PEPP seit Ende Dezember 2024 nicht mehr reinvestiert werden. Die rückläufige Liquiditätsbereitstellung ging mit einem geringfügigen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) einher, der ebenfalls dazu beitrug, dass die Überschussliquidität sank.

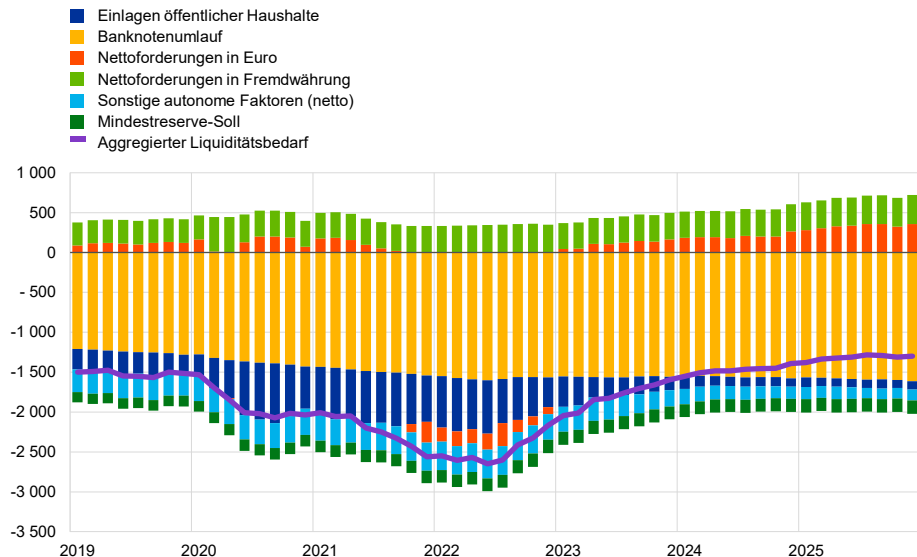
Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euroraum – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – erhöhte sich im Berichtszeitraum um 18 Mrd. € auf 1 306 Mrd. € (siehe Tabelle A). Grund hierfür war, dass die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren sanken und die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen (siehe Abbildung A). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich um 1 Mrd. € auf 169 Mrd. € und trug damit ebenfalls, wenn auch nur marginal, zum gestiegenen Liquiditätsbedarf bei.

Abbildung A

Aggregierter Liquiditätsbedarf, aufgeschlüsselt nach Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(in Mrd. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Balken zeigen die Durchschnittswerte für die jeweilige Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Es gibt acht Erfüllungsperioden pro Jahr, wobei die achte Periode bis in das folgende Kalenderjahr reicht. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die achte Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2025.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum um 8 Mrd. € ab – in erster Linie bedingt durch einen Rückgang der Nettoforderungen in Euro um 16 Mrd. €.

Ursächlich für diesen Rückgang war, dass eine Steigerung der nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Euro-Einlagen (die liquiditätsabschöpfend wirken) nur teilweise durch einen Anstieg der nicht geldpolitisch motivierten Investitionen in Euro (die liquiditätszuführend wirken) ausgeglichen wurde. Unterdessen nahmen die Nettoforderungen in Fremdwährung um 8 Mrd. € zu.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum um 9 Mrd. € zu – vor allem bedingt durch einen erhöhten Banknotenumlauf.

Es ist üblich, dass die Banknotennachfrage während der Feiertage steigt, weil die privaten Haushalte mehr Geld ausgeben. Der durchschnittliche Banknotenumlauf nahm im Berichtszeitraum um 15 Mrd. € auf insgesamt 1 607 Mrd. € zu. Die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem sanken um 9 Mrd. € auf 102 Mrd. €, da sich die öffentliche Emissionstätigkeit gegen Jahresende tendenziell verlangsamt. Das führte dazu, dass sich die Bargeldpuffer der nationalen Finanzministerien verringerten.

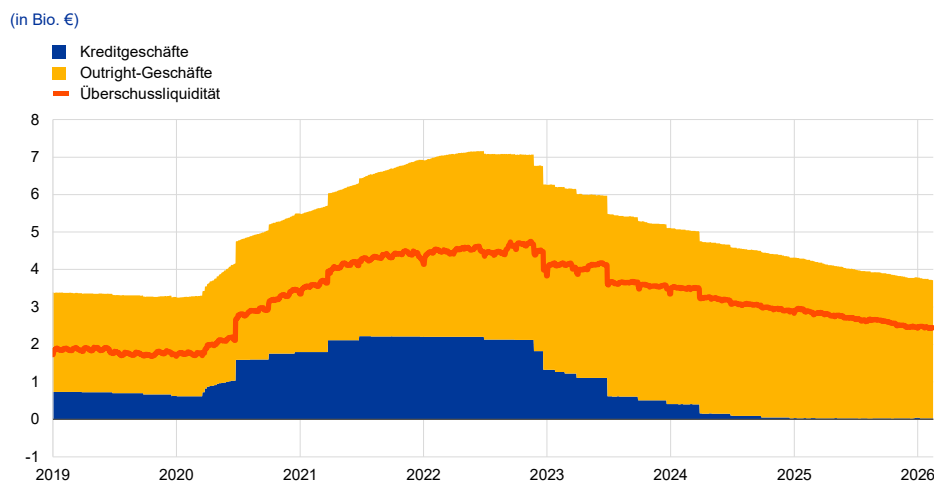
Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche Liquidität, die über geldpolitische Instrumente bereitgestellt wurde, sank im Berichtszeitraum um 125 Mrd. € auf 3 776 Mrd. €

(siehe Abbildung B). Ursächlich hierfür war hauptsächlich ein Rückgang der Outright-Geschäfte des Eurosystems.

Abbildung B

Über Offenmarktgeschäfte bereitgestellte Liquidität und Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die achte Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2025.

Die durchschnittliche Liquidität, die über die Wertpapierbestände im Rahmen der geldpolitischen Outright-Geschäfte bereitgestellt wurde, verringerte sich im Berichtszeitraum um 128 Mrd. € auf 3 752 Mrd. €. In diesem Rückgang kam zum Ausdruck, dass weitere APP- und PEPP-Bestände fällig wurden und die Tilgungsbeträge nicht mehr reinvestiert wurden.

Die durchschnittliche Liquidität, die über Kreditgeschäfte bereitgestellt wurde, erhöhte sich im Berichtszeitraum um 3 Mrd. € auf 24 Mrd. €. Der durchschnittliche ausstehende Betrag aus den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) stieg um rund 4 Mrd. € auf 13 Mrd. €, da zum Jahreswechsel eine verstärkte Teilnahme verzeichnet wurde (25 Mrd. €). Bei den dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) verringerte sich der durchschnittliche ausstehende Betrag um 1 Mrd. € auf 11 Mrd. €. Die Teilnahme an diesen Standardgeschäften war angesichts der komfortablen Liquiditätsposition der Banken und der guten Verfügbarkeit alternativer, marktbasierter Finanzierungsquellen weiterhin verhalten. Allerdings testet eine wachsende Zahl von Banken ihren Zugang zu den Standardgeschäften. Dies deutet darauf hin, dass die Banken in Anbetracht der anhaltenden Verkleinerung der Eurosystem-Bilanz Vorkehrungen im Hinblick auf ihre operative Bereitschaft für den Zugang zu diesen Geschäften treffen.

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 143 Mrd. € auf 2 470 Mrd. € zurück (siehe Abbildung B). Die Überschussliquidität ist die Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen,

und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie entspricht der Differenz zwischen der Gesamtliquidität, die dem Bankensystem über geldpolitische Instrumente bereitgestellt wird, und der Liquidität, die die Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht benötigen. Seit ihrem Höchststand von 4 748 Mrd. € im November 2022 hat die Überschussliquidität kontinuierlich abgenommen.

Zinsentwicklung

Der EZB-Rat beließ die drei Leitzinssätze im Berichtszeitraum unverändert – darunter auch den Zinssatz für die Einlagefazilität, mit dem er den geldpolitischen Kurs steuert. Somit lagen die Zinssätze für die Einlagefazilität, die HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität weiterhin bei 2,00 %, 2,15 % bzw. 2,40 % (siehe Tabelle B).

Der durchschnittliche €STR (Euro Short-Term Rate) stieg im Berichtszeitraum marginal an, wies jedoch nach wie vor einen negativen Spread gegenüber dem Einlagesatz auf. Im Schnitt lag der €STR im Berichtszeitraum 7 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Damit verringerte sich dieser Spread geringfügig im Vergleich zur fünften und sechsten Erfüllungsperiode 2025, als er noch 7,5 Basispunkte betragen hatte.

Der durchschnittliche Reposatz im Euroraum (gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro) lag weiterhin näher am Zinssatz für die Einlagefazilität als am €STR. Im Durchschnitt entsprach der Reposatz im Berichtszeitraum dem Zinssatz für die Einlagefazilität – wie bereits in der fünften und sechsten Erfüllungsperiode 2025.

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächste 1 Mrd. € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum bzw. der vorherigen Erfüllungsperiode an. Die historischen Zeitreihen zu den Liquiditätsbedingungen des Eurosystems finden sich im Data Portal der EZB (siehe Registerkarte „Table“ des Liquiditätsberichts).

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

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

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

4) Berechnet als Differenz zwischen den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Passivseite und den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Aktivseite.

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 5. Nov. 2025 bis 10. Febr. 2026						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Juli bis 4. Nov. 2025	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 5. Nov. bis 22. Dez. 2025		Achte Erfüllungsperiode: 23. Dez. 2025 bis 10. Febr. 2026		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Liquiditätszuführende Faktoren								
Autonome Faktoren	705	(-8)	687	(-28)	723	(+36)	713	(+28)
- Nettoforderungen in Fremdwährung	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
- Nettoforderungen in Euro	341	(-16)	324	(-33)	358	(+33)	357	(+25)
Geldpolitische Geschäfte	3 776	(-125)	3 796	(-76)	3 758	(-38)	3 901	(-127)
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(-1)
- Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	11	(-1)	11	(-1)	12	(+1)	12	(-2)
- Outright-Geschäfte	3 752	(-128)	3 774	(-76)	3 731	(-43)	3 881	(-125)
- Sonstige Liquiditätsbereitstellung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Liquiditätsabschöpfende Faktoren								
Autonome Faktoren	1 842	(+9)	1 831	(-8)	1 853	(+21)	1 833	(-3)
- Banknotenumlauf	1 607	(+15)	1 598	(+8)	1 615	(+18)	1 591	(+8)
- Einlagen öffentlicher Haushalte	102	(-9)	101	(-15)	102	(+1)	110	(+6)
- Sonstige autonome Faktoren (netto)	134	(+2)	132	(-1)	135	(+3)	132	(-18)
Geldpolitische Geschäfte								
- Sonstige Liquiditätsabschöpfung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidität und ständige Fazilitäten								
- Giroguthaben der Kreditinstitute	174	(+0)	173	(-1)	175	(+2)	174	(+1)
- Mindestreserve-Soll ¹⁾	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
- Spitzenrefinanzierungsfazilität	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)
- Einlagefazilität	2 465	(-143)	2 478	(-95)	2 453	(-26)	2 608	(-98)
- Überschussliquidität ²⁾	2 470	(-143)	2 483	(-97)	2 458	(-24)	2 614	(-97)
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung								
- Aggregierter Liquiditätsbedarf ³⁾	1 306	(+18)	1 313	(+21)	1 299	(-14)	1 288	(-30)
- Autonome Faktoren (netto) ⁴⁾	1 137	(+17)	1 144	(+21)	1 130	(-15)	1 120	(-31)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächste 1 Mrd. € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum bzw. der vorherigen Erfüllungsperiode an. Die historischen Zeitreihen zu den Liquiditätsbedingungen des Eurosystems finden sich im Data Portal der EZB (siehe Registerkarte „Table“ des Liquiditätsberichts).

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

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

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

4) Berechnet als Differenz zwischen den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Passivseite und den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Aktivseite.

Tabelle B Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 5. Nov. 2025 bis 10. Febr. 2026				Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Juli bis 4. Nov. 2025			
	Siebte Erfüllungsperiode: 5. Nov. bis 22. Dez. 2025		Achte Erfüllungsperiode: 23. Dez. 2025 bis 10. Febr. 2026		Fünfte Erfüllungsperiode: 30. Juli bis 16. Sept. 2025		Sechste Erfüllungsperiode: 17. Sept. bis 4. Nov. 2025	
Hauptrefinanzierungs- geschäfte (HRGs)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungs- fazilität	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Einlagefazilität	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg Finance L.P.

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

Aufsatz

1 Steigerung der Effizienz öffentlicher Investitionen in Zeiten knapper Haushalte

Stephan Haroutunian, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives und Caspar Schauhoff

1 Einleitung

In der Europäischen Union (EU) besteht ein massiver Bedarf an strategischen öffentlichen Investitionen. Zugleich sind die fiskalischen Spielräume begrenzt.

Europa muss seine strategischen Investitionen insbesondere in den Bereichen Digitalisierung, Infrastruktur, Klimawandel und Verteidigung ausweiten. Wenngleich der private Sektor entscheidend zur Finanzierung beitragen dürfte, wird auch der öffentliche Sektor seine Investitionen verstärken müssen – vor allem aufgrund seiner führenden Rolle in bestimmten Bereichen wie Infrastruktur und Verteidigung. Der Bedarf an strategischen Investitionen geht mit begrenzten fiskalischen Spielräumen einher, denn zahlreiche EU-Mitgliedstaaten – insbesondere einige große Euro-Länder – weisen hohe Schuldenstände und Defizite auf. Hinzu kommen steigende Haushaltsbelastungen aufgrund der Bevölkerungsalterung. Die Regierungen mussten in der jüngeren Vergangenheit wiederholt auf Schocks reagieren und fiskalische Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft ergreifen. In einigen Ländern wurde es allerdings versäumt, in wirtschaftlich guten Zeiten Haushaltspuffer aufzubauen. Für diese Länder ergeben sich nun erhebliche Konsolidierungsanforderungen.

Eine höhere Effizienz der öffentlichen Ausgaben – auch der Investitionen – kann maßgeblich dazu beitragen, den Druck auf die öffentlichen Finanzen zu verringern, der durch den steigenden Bedarf an strategischen Investitionen entsteht. Wenn verfügbare Ressourcen besser ausgeschöpft werden, kann die so steigende Ausgabeneffizienz fiskalischen Spielraum schaffen, der sich für mehr wachstumsfördernde Investitionen nutzen lässt. Außerdem können fiskalische Puffer aufgebaut werden, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu erhalten. Von zentraler Bedeutung sind dabei zwei Dimensionen der Ausgabeneffizienz, die einander ergänzen: erstens die technische Effizienz, bei der es darum geht, entweder den Output aus der Nutzung bestimmter Ressourcen zu maximieren oder aber den Ressourceneinsatz zur Erreichung eines bestimmten Outputs zu minimieren, und zweitens die Allokationseffizienz, mit der sichergestellt ist, dass wachstumsfördernde Ausgaben priorisiert werden.¹ Die meisten empirischen Studien zur Messung der Effizienz öffentlicher Ausgaben konzentrieren sich auf die

¹ Siehe beispielsweise IWF (2025).

technische Effizienz.² Angesichts des deutlich steigenden Bedarfs an strategischen Investitionen dürfte die Allokationseffizienz an Bedeutung gewinnen. Wenn öffentliche Mittel statt in laufende Ausgaben verstärkt in strategische Investitionen wie Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich sowie in die Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur fließen, würde sich die Zusammensetzung öffentlicher Ausgaben zugunsten produktiverer Ausgaben verschieben, wodurch das Potenzialwachstum gestützt würde. Allerdings ist der Spielraum zur Erhöhung der Allokationseffizienz auf kurze Sicht zumeist begrenzt, da sich aus gesetzlichen Verpflichtungen – etwa zur Zahlung von staatlichen Renten und Arbeitsentgelten im öffentlichen Sektor – gewisse Haushaltsrigiditäten ergeben.³

Werden beispielsweise die öffentlichen Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur betrachtet, so deuten die empirischen Ergebnisse auf erhebliches Potenzial für Effizienzsteigerungen hin. Da die Verkehrsinfrastruktur den größten Posten der öffentlichen Investitionen in der EU darstellt, wird im vorliegenden Aufsatz speziell diese Ausgabenkategorie auf ihre technische Effizienz untersucht. Sie soll das Effizienzsteigerungspotenzial beispielhaft aufzeigen, wenngleich die Ergebnisse möglicherweise nicht repräsentativ für die Gesamtwirtschaft sind. Die Verkehrsinfrastruktur steht auch deshalb im Mittelpunkt der Betrachtung, weil in einer kürzlich durchgeführten [Eurobarometer-Umfrage](#) rund die Hälfte der Bürgerinnen und Bürger der EU angaben, dass sich die Qualität der öffentlichen Investitionen in diesem Bereich steigern ließe.

Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 enthält eine Bestandsaufnahme der öffentlichen Investitionen und einen Vergleich mit anderen Industrieländern. Zudem werden die makroökonomischen Auswirkungen produktiver Investitionen untersucht (siehe Kasten 1). Abschnitt 3 befasst sich mit dem Bedarf der EU an strategischen Investitionen und geht der Frage nach, weshalb der fiskalische Spielraum in zahlreichen Ländern begrenzt ist. In Abschnitt 4 wird empirisch untersucht, in welchem Umfang sich die Effizienz öffentlicher Investitionsausgaben erhöhen lässt. Dies wird anhand der Infrastrukturinvestitionen veranschaulicht. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Bestandsaufnahme der öffentlichen Investitionen in der EU

Öffentliche Investitionen machen rund ein Sechstel der Gesamtinvestitionen in der EU aus, wobei erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen. In der EU lag der Anteil der öffentlichen Investitionen an den Gesamtinvestitionen im Jahr 2024 bei durchschnittlich 17 %. Die Spanne reichte dabei von etwa 13 % in Belgien bis zu fast 30 % in Luxemburg (siehe Abbildung 1). Der EU-Durchschnitt entspricht weitgehend dem Anteil in anderen Industrieländern

² Siehe beispielsweise Kapsoli et al. (2023); Afonso et al. (2024); Herrera et al. (2025); Canzonieri und Giamboni (2024). In einer aktuellen Studie von Barnes et al. (2025) wird vor allem die Allokationseffizienz betrachtet, um Einsparpotenziale zu identifizieren.

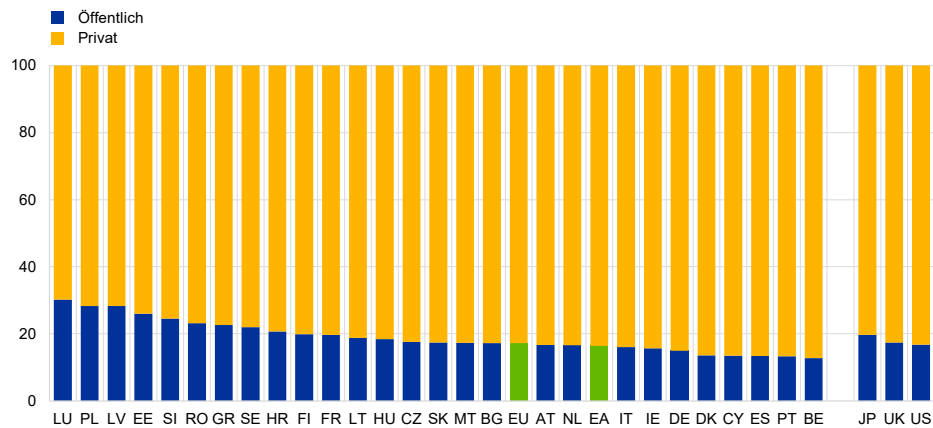
³ In der EU sind im Durchschnitt knapp 50 % der öffentlichen Ausgaben an Zahlungen für Renten, Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor und Zinsen gebunden. Hier ist eine kurzfristige Anpassung äußerst schwierig. Dies ist ein sehr grober Näherungswert für die Rigidität der öffentlichen Ausgaben. Umfassendere Schätzungen hierzu liefert der IWF (2025).

wie dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten und Japan. Von 2019 bis 2024 stieg der Anteil der öffentlichen Investitionen in 22 der 27 EU-Mitgliedstaaten, unter anderem aufgrund von Projekten, die im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) finanziert wurden.⁴

Abbildung 1

Anteil der öffentlichen und privaten Investitionen an den Gesamtinvestitionen

(in %; 2024)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Anteil der öffentlichen Investitionen ist definiert als das Verhältnis zwischen den Bruttoanlageinvestitionen des Staates und den Gesamtinvestitionen (Staat, Unternehmen und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck). Im Fall Irlands wird der Anteil der US-Investitionen in geistiges Eigentum aus den Gesamtinvestitionen herausgerechnet.

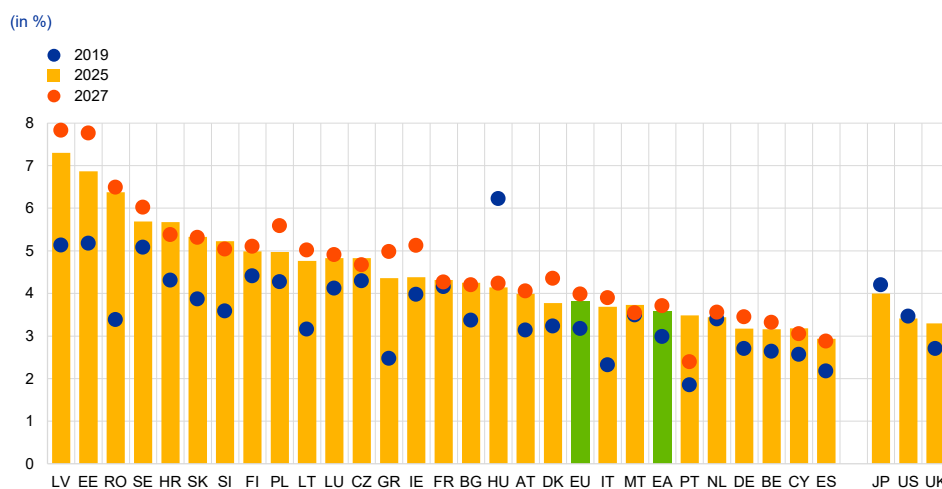
Der Anteil der öffentlichen Investitionsausgaben am BIP ist seit 2019

gestiegen. Im Jahr 2025 dürfte dieser Anteil in der EU bei durchschnittlich 3,8 % des BIP gelegen haben, verglichen mit 3,1 % im Jahr 2019 (siehe Abbildung 2). Dies ist weitgehend vergleichbar mit dem Anteil in anderen Industrieländern wie Japan, den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich. In den einzelnen EU-Ländern dürfte sich der Anteil der öffentlichen Investitionen 2025 in einer Spanne von 2,9 % des BIP (Spanien) und 7,3 % des BIP (Lettland) bewegt haben. Die höchsten Anstiege seit 2019 waren dabei wohl in Rumänien, Lettland und Griechenland zu verzeichnen. Der Anteil dürfte in nächster Zeit weiter zunehmen. So rechnet die Europäische Kommission in ihrer Herbstprognose 2025 damit, dass die öffentlichen Investitionen in der EU 2027 im Durchschnitt rund 4 % des BIP betragen werden.

⁴ Die NGEU-finanzierten öffentlichen Investitionen steigen nach und nach. Im Jahr 2024 machten sie rund 5 % der gesamten öffentlichen Investitionen in der EU aus.

Abbildung 2

Anteil der öffentlichen Investitionen am BIP



Quellen: Europäische Kommission, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die öffentlichen Investitionen sind definiert als Anteil der Bruttoanlageinvestitionen des Staates am BIP. Für Irland wird der Anteil in Relation zum modifizierten Bruttonationaleinkommen (BNE*) berechnet. Bei den Angaben für 2025 und 2027 handelt es sich um Projektionen aus der Herbstprognose 2025 der Europäischen Kommission.

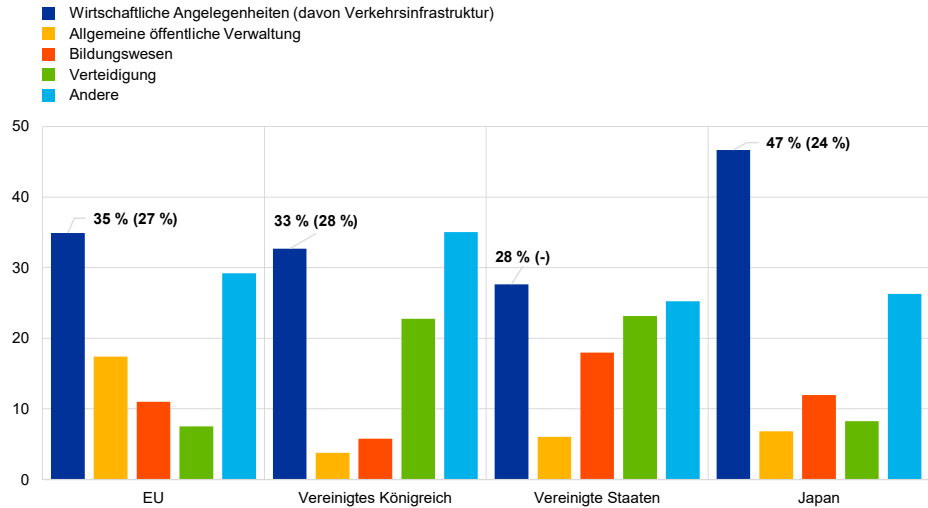
Die öffentlichen Investitionen in der EU unterscheiden sich in ihrer Zusammensetzung deutlich von den Investitionen im Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten und Japan. Zudem bestehen Unterschiede in den einzelnen Mitgliedstaaten. Der Investitionsbereich wirtschaftliche Angelegenheiten stellt in allen Ländern die größte Einzelposition dar, wobei ihr Anteil in Japan am höchsten ist (siehe Abbildung 3, Grafik a). Die Ausgaben für Verkehrsinfrastruktur, die Anlagegüter wie Straßen und Schienenwege umfassen, liegen in den betrachteten Wirtschaftsräumen auf einem ähnlichen Niveau. In der EU sind sie mit durchschnittlich 27 % der öffentlichen Investitionen die größte Komponente, was 2023 einem Anteil von 0,9 % des BIP entsprach. Der Anteil der öffentlichen Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur ist in der Slowakei, Polen und Griechenland am höchsten und in Frankreich und Zypern am niedrigsten (siehe Abbildung 3, Grafik b). Die allgemeine öffentliche Verwaltung stellt in der EU den zweitgrößten Bereich dar. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten hingegen haben Investitionen in die Verteidigung eine hohe Priorität (siehe Abbildung 3, Grafik a). Das Bildungswesen ist in Japan der zweitgrößte und in den USA und im Vereinigten Königreich der drittgrößte Investitionsbereich.

Abbildung 3

Öffentliche Investitionen 2023 nach Aufgabenbereich

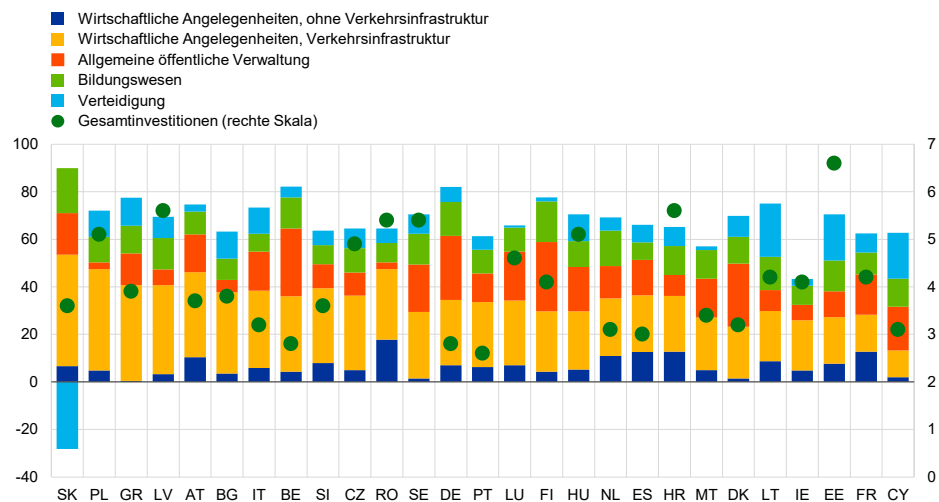
a) Öffentliche Investitionen nach Bereichen: EU, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten und Japan

(Anteil an den öffentlichen Investitionen in %)



b) Öffentliche Investitionen nach Bereichen: EU-Länder

(linke Skala: Anteil an den öffentlichen Gesamtinvestitionen in %; rechte Skala: Anteil der öffentlichen Gesamtinvestitionen am BIP in %)



Quellen: Eurostat (EU-Länder), OECD (Nicht-EU-Länder) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten basieren auf der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates (COFOG). Der in Grafik b für die Slowakei aufgeführte negative Betrag bei „Verteidigung“ entspricht einem Nettoabgang von Anlagevermögen im Rahmen ausländischer Militärhilfen für die Ukraine (dargestellt als Kapitaltransfers mit neutralem Effekt auf die gesamten Verteidigungsausgaben). Im Fall Irlands wird der Anteil in Relation zum BNE* berechnet.

Üblicherweise lässt sich zeigen, dass öffentliche Investitionen eine positive Wirkung auf das Wirtschaftswachstum haben.

Dies gilt vor allem dann, wenn sie privates Kapital ergänzen oder eine Lücke im Kapitalstock verhindern. Typische Beispiele sind Investitionen in den Bereichen Bildung, Gesundheit, Verteidigung und Verkehrsinfrastruktur. Die positiven Auswirkungen auf die Wirtschaft sind besonders ausgeprägt, wenn öffentliche Investitionen private Investitionen nach sich ziehen. Eine verzögerte Umsetzung oder die Finanzierung über verzerrende Steuern könnte

die erzielte Impulswirkung indes begrenzen.⁵ Zudem ist die Zusammensetzung der öffentlichen Investitionen entscheidend. Obwohl Verteidigungsausgaben häufig als weniger förderlich für das langfristige Wachstum angesehen werden, können positive Übertragungseffekte entstehen, wenn die Ausgaben in produktive Investitionen wie Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich fließen.⁶ Eine veränderte Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben zugunsten produktiver öffentlicher Investitionen wirkt sich auch entscheidend auf die wirtschaftliche Entwicklung aus. Dies unterstreicht eine modellbasierte Analyse der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des kürzlich in Deutschland auf den Weg gebrachten Verteidigungs- und Infrastrukturpakets (siehe Kasten 1).

Kasten 1

Erläuterung der mittelfristigen gesamtwirtschaftlichen Effekte eines Anstiegs und einer veränderten Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben am Beispiel Deutschlands

Ansgar Rannenberg und Sebastian Hauptmeier

Eine Verlagerung der öffentlichen Ausgaben zugunsten von produktiven Investitionen kann erhebliche positive Effekte auf die Gesamtwirtschaft nach sich ziehen. Ein Beispiel hierfür ist die Reform der Schuldenbremse in Deutschland, die im März 2025 auf den Weg gebracht wurde. Sie sorgte durch zwei strukturelle Veränderungen dafür, dass fiskalischer Spielraum für strategische Investitionen in die Verteidigung und Infrastruktur entstand: a) ein Sondervermögen von 500 Mrd. € außerhalb der Schuldenbremse zur Finanzierung ziviler Infrastruktur- und Klimaprojekte über einen Zeitraum von zwölf Jahren und b) eine verfassungsrechtliche Ausnahme für Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben von der Obergrenze der Schuldenbremse, wenn sie 1 % des BIP überschreiten. In Kombination dürften diese Maßnahmen zu einer nachhaltigen Ausweitung der öffentlichen Investitionen führen.

Die gesamtwirtschaftlichen Effekte der erwarteten fiskalischen Impulse für Deutschland werden mithilfe einer Erweiterung des Neuen Euroraum-Modells beurteilt.⁷ Folglich sind die nachstehend dargelegten Ergebnisse modellabhängig und sollten nicht als Prognosen interpretiert werden. In den Simulationen wird davon ausgegangen, dass die Staatsausgaben bis 2027 um rund 0,9 % des BIP steigen. Für den Zeitraum danach werden die Infrastrukturausgaben des Sondervermögens konstant auf dem Niveau von 2027 gehalten. Die Verteidigungsausgaben erhöhen sich annahmegemäß bis 2029 auf 3,5 % des BIP, verglichen mit rund 2 % des BIP im Jahr 2025. Insgesamt entspricht dies einer fiskalischen Lockerung von rund 1,8 % des BIP bis 2029. Das Verhältnis von Konsum- und Investitionsausgaben ist dabei weitgehend ausgewogen. Wir unterstellen, dass der Anstieg quasi dauerhaft sowie vollständig schuldenfinanziert ist. In Szenario 1 wird davon ausgegangen, dass alle öffentlichen Investitionen produktiv sind, da sie den öffentlichen Kapitalstock erhöhen. In Szenario 2 gelten lediglich Infrastrukturinvestitionen als produktiv. Dieses Szenario soll eine Sensitivitätsanalyse liefern, denn in der Literatur finden sich unterschiedliche Belege für den Multiplikator der Militärausgaben, und es ist eine Heterogenität der

⁵ Siehe beispielsweise Europäische Zentralbank (EZB, 2016); Ramey (2022); Leeper et al. (2009); Abiad et al. (2016).

⁶ Siehe Moretti et al. (2025); Antolin-Diaz und Surico (2025).

⁷ Die hier verwendete Modellversion umfasst Deutschland und ein Restaggregat aus den übrigen Euro-Ländern. Zu den Einzelheiten des Originalmodells siehe Coenen et al. (2024); Coenen et al. (2008).

Effekte verschiedener Komponenten der Militärausgaben festzustellen.⁸ Annahmegemäß erhöhen die Konsumausgaben des Staates den Nutzen privater Haushalte, weil sie den privaten Konsum ergänzen.⁹

Unter der Annahme, dass alle öffentlichen Investitionen produktiv sind (Szenario 1), verzeichnet Deutschland ein starkes und dauerhaftes Wachstum. Die dauerhafte Erhöhung der Ausgaben lässt das tatsächliche BIP im Vergleich zum Basisszenario stetig ansteigen (siehe Abbildung A). Nachfrageeffekte gewinnen früh die Oberhand, und die öffentlichen Investitionen erhöhen den Kapitalstock im Zeitverlauf und steigern die Arbeitsproduktivität. Die privaten Konsumausgaben reagieren zunächst negativ, ab spätestens 2027 jedoch positiv. In dieser Entwicklung kommen sich gegenseitig kompensierende Kanäle zum Ausdruck: Diejenigen privaten Haushalte, die in dem verwendeten Modell keinerlei Einschränkungen unterliegen, senken ihre Ausgaben, weil die dauerhaft gestiegenen Realzinsen ihre Sparneigung wieder erhöhen. Dieser Effekt wird jedoch durch eine Reihe von Faktoren abgefedert. Hierzu zählen die unterstellte Komplementarität zwischen öffentlichen und privatem Konsumausgaben, der Anstieg des Konsums der liquiditätsbeschränkten privaten Haushalte aufgrund ihres höheren verfügbaren Einkommens, das von einer höheren Beschäftigung herrührt, und die Ausweitung der Produktionskapazität der Wirtschaft durch den Anstieg staatlicher Investitionen, der das permanente Einkommen aller privaten Haushalte erhöht. Die privaten Investitionen steigen kräftig an, da die Unternehmen sowohl auf die Erwartung einer höheren anhaltenden Nachfrage als auch auf eine verbesserte Produktivität reagieren. Somit beläuft sich der über zehn Jahre kumulierte Multiplikator des Pakets in etwa auf 1.¹⁰ Die Inflation steigt, und die Geldpolitik reagiert mit einer Anhebung der nominalen Leitzinsen. Es kommt zu einer starken Zunahme der staatlichen Schuldenquote, die sowohl auf die höheren Ausgaben als auch auf den anhaltenden Anstieg der Realzinsen zurückzuführen ist.

Im Falle unproduktiver Verteidigungsinvestitionen (wie in Szenario 2 angenommen) zeigt das BIP Deutschlands einen ähnlichen kurzfristigen Verlauf, steigt jedoch auf lange Sicht deutlich weniger. Die privaten Konsumausgaben bleiben niedriger, da die Wirkung über den Kanal des permanenten Einkommens geringer ist und höhere Realzinsen nicht durch angebotsseitige Verbesserungen ausgeglichen werden. Da die Inflation im Euroraum langsamer ansteigt als in Szenario 1, kommt es zu einer verzögerten und geringeren geldpolitischen Straffung. Folglich nehmen die privaten Investitionen zunächst stärker zu, sinken aber letztlich so weit, dass sie sich unterhalb des Pfads von Szenario 1 bewegen. Der schwächere Konjunkturaufschwung impliziert einen schnelleren Anstieg der Staatsschuldenquote als in Szenario 1.

⁸ Bokan et al. (2025) analysieren die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen höherer staatlicher Verteidigungsausgaben anhand verschiedener Modelle. Sie ermitteln für den Zeithorizont von zwei Jahren aus allen Modellen einen durchschnittlichen Produktionsmultiplikator der Staatsausgaben von 0,93. Dabei besteht eine erhebliche Heterogenität zwischen den einzelnen Modellen.

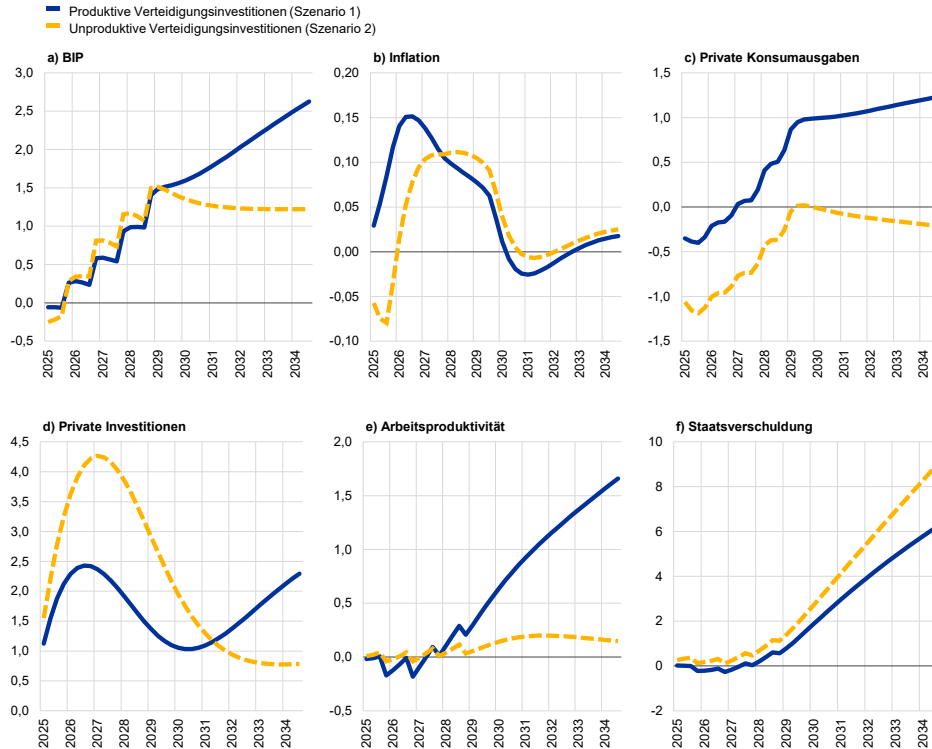
⁹ Diese Annahme folgt Bouakez und Rebei (2007); Leeper et al. (2009); Coenen et al. (2012). Der Grad der Komplementarität, gemessen an der Substitutionselastizität zwischen privaten und öffentlichen Konsumausgaben, wird auf 0,3 festgelegt. Dies deckt sich mit den Werten bei Bouakez und Rebei (2007) sowie Coenen et al. (2012), die diesen Parameter zusammen mit den anderen Parametern ihrer jeweiligen DSGE-Modelle schätzen. Clancy et al. (2016) gehen von einer noch stärkeren Komplementarität aus.

¹⁰ Der über zehn Jahre kumulierte Multiplikator ist definiert als die Summe der simulierten (absoluten) Abweichungen des BIP vom Basisszenario über zehn Jahre, dividiert durch die Abweichungen der Staatsausgaben in diesem Zeitraum.

Abbildung A

Gesamtwirtschaftliche Effekte höherer Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Deutschland

(in %; Abweichung in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Reaktionen werden als Abweichung vom Basisszenario in Prozent ausgedrückt, im Fall der Inflation und der Staatsverschuldung jedoch als Abweichung in Prozentpunkten. Die Staatsverschuldung wird im Verhältnis zum BIP angegeben.

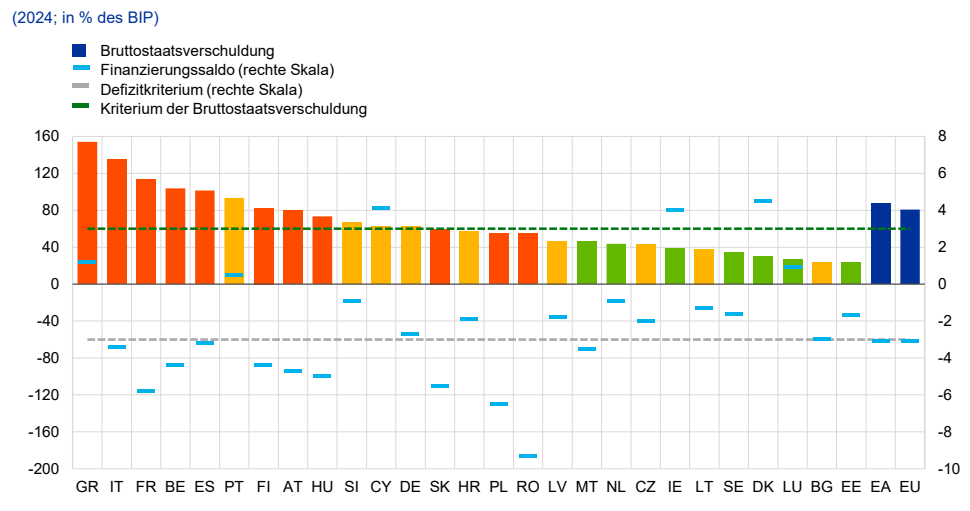
3 Begrenzter fiskalischer Spielraum

Die EU-Länder müssen ihre Ausgaben für strategische Investitionen deutlich erhöhen, um sich in einer zunehmend wettbewerbsorientierten und digitalisierten Welt effektiv zu behaupten und gleichzeitig den wachsenden geopolitischen und klimabezogenen Risiken entgegenzuwirken. Angesichts des erhöhten Drucks, mehr öffentliche Ausgaben für Verteidigung aufzuwenden, sowie aufgrund des ökologischen und digitalen Wandels und des Infrastrukturbedarfs werden weiterhin zusätzliche Investitionen in erheblichem Umfang erforderlich sein. Dieser Bedarf dürfte zu einem entscheidenden Teil vom Privatsektor finanziert werden. Dennoch wird auch die Belastung der Staatshaushalte deutlich zunehmen. Bouabdallah et al. (2025) schätzen den jährlichen Bedarf an öffentlichen Mitteln für Verteidigung sowie für den ökologischen und digitalen Wandel auf rund 510 Mrd. €.¹¹

¹¹ Siehe Bouabdallah et al. (2025). Die jährliche Schätzung des zusätzlichen öffentlichen Investitionsbedarfs für den Zeitraum 2025-2031 bezieht sich auf Investitionen in einem weiteren Sinn als in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. So werden beispielsweise öffentliche Ausgaben für Gebrauchsgüter einbezogen. Die Schätzungen sind allerdings mit erheblicher Unsicherheit behaftet. So berücksichtigen sie beispielsweise nur den Investitionsbedarf im Bereich der Verkehrsinfrastruktur, der im Rahmen der zusätzlichen Verteidigungsausgaben vorgesehen ist, und nicht darüber hinaus erforderliche Investitionen.

Der erhebliche öffentliche Investitionsbedarf ist in einem Umfeld hoher Schuldenstände und Defizite in vielen EU-Mitgliedstaaten entstanden. Die gesamtstaatliche Schuldenquote in der EU lag 2024 bei 80,7 % und war damit mehr als 3 Prozentpunkte höher als vor der Corona-Pandemie. Allerdings bestanden erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten. Die Spanne reichte von 23,5 % in Estland bis 154,2 % in Griechenland (siehe Abbildung 4). Zusätzlich verzeichnete fast die Hälfte der EU-Mitgliedstaaten eine Defizitquote über dem Schwellenwert von 3 %.¹²

Abbildung 4
Bruttostaatsverschuldung und Finanzierungssaldo in der EU



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die farbliche Kennzeichnung der Mitgliedstaaten basiert auf der Klassifizierung des Gesamtrisikos für die mittelfristige Schuldentragfähigkeit gemäß dem Schuldentragfähigkeitsmonitor 2024 (Debt Sustainability Monitor) der Europäischen Kommission (Europäische Kommission, 2025a). Rot = hohes Risiko; gelb = mittleres Risiko; grün = niedriges Risiko. Die gestrichelten Linien zeigen die Schwellenwerte für das Schuldenstands- und das Defizitkriterium an.

In zahlreichen Mitgliedstaaten bedarf es einer umfangreichen Haushaltskonsolidierung, um die Tragfähigkeit und Glaubwürdigkeit der Staatsfinanzen zu gewährleisten und die Anforderungen des reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU zu erfüllen. Für die Mehrheit der EU-Mitgliedstaaten ergibt sich im Zeitraum 2025-2028 im Durchschnitt ein auf den strukturellen Primärsaldo bezogener Anpassungsbedarf von 0,1 bis 1,5 Prozentpunkten des Potenzial-BIP (siehe Abbildung 5).¹³

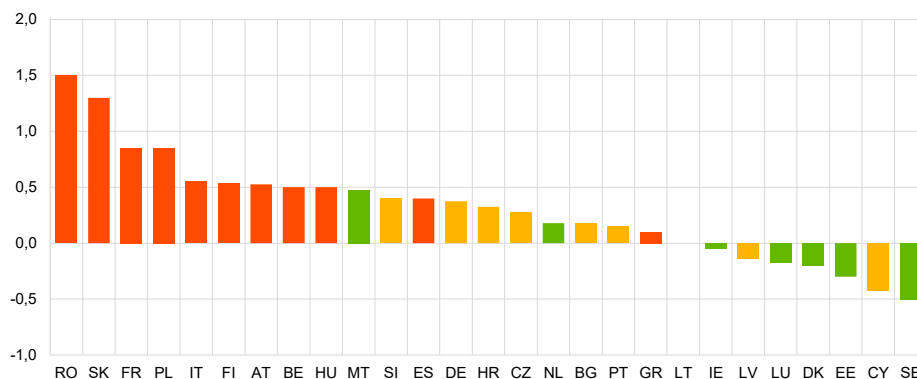
¹² Zehn EU-Mitgliedstaaten durchlaufen aktuell ein [Verfahren bei einem übermäßigen Defizit](#).

¹³ Der reformierte Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung beruht auf der Schuldentragfähigkeitsanalyse, anhand deren länderspezifische haushaltspolitische Anpassungspfade festgelegt werden, sodass die Staatsverschuldung bis zum Ende einer Anpassungsphase auf einen plausibel rückläufigen Pfad gebracht wird. Hieraus ergibt sich eine länderspezifische Differenzierung der Anpassungsanforderungen; sie erhöhen sich im Falle einer verschärften Schuldenproblematik bzw. einer ungünstigen anfänglichen Haushaltsposition (siehe Haroutunian et al. (2024)).

Abbildung 5

Durchschnittliche Veränderungen der strukturellen Primärsalden

(2025-2028; in Prozentpunkten des Potenzial-BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Angaben basieren auf den nationalen mittelfristigen strukturellen Fiskalplänen, die auf der Website der Europäischen Kommission veröffentlicht werden. Für Rumänien und Finnland wird jeweils die fiskalische Anpassung gezeigt, die in den Empfehlungen des Rates zum Verfahren bei einem übermäßigen Defizit enthalten ist. Die Angabe zu den Niederlanden stammt von der Europäischen Kommission. In den durchschnittlichen Veränderungen der strukturellen Primärsalden sind die niedrigeren Konsolidierungsanforderungen jener Mitgliedstaaten berücksichtigt, die eine Verlängerung des Anpassungszeitraums beantragt haben. Die farbliche Kennzeichnung der Mitgliedstaaten basiert auf der Klassifizierung des Gesamtrisikos für die mittelfristige Schuldentragfähigkeit gemäß dem Schuldentragfähigkeitsmonitor 2024 (Debt Sustainability Monitor) der Europäischen Kommission (Europäische Kommission, 2025a). Rot = hohes Risiko; gelb = mittleres Risiko; grün = niedriges Risiko.

Die im reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen vorgesehene Flexibilität trägt dem Bedarf an strategischen Investitionen nur zum Teil Rechnung.

Der überarbeitete EU-Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung beruht darauf, dass die Länder ihren Anpassungszeitraum von vier auf sieben Jahre verlängern dürfen, wenn sie im Gegenzug Investitionen und Reformen zusagen. Acht EU-Mitgliedstaaten haben eine solche Verlängerung beantragt, sodass sich für den Zeitraum 2025-2028 ein fiskalisches Spielraum von rund 5,0 Prozentpunkten des Potenzial-BIP ergibt. Darüber hinaus wird den Mitgliedstaaten bei Aktivierung der nationalen Ausweichklausel vorübergehend die Flexibilität gewährt, ihre Verteidigungsausgaben im gleichen Zeitraum jährlich um bis zu 1,5 % des BIP zu erhöhen.¹⁴ Insgesamt könnten die Länder hierdurch jedoch nur rund ein Drittel des auf 510 Mrd. € geschätzten Bedarfs an strategischen öffentlichen Investitionen decken. Unter Anrechnung bereits verfügbarer EU-Mittel, wie sie etwa im Rahmen des Programms NGEU gewährt wurden, wiesen die nationalen Haushalte eine jährliche Finanzierungslücke von über 100 Mrd. € auf.¹⁵ In diesem Zusammenhang ist es von entscheidender Bedeutung, die Ausgabeneffizienz öffentlicher Investitionen zu erhöhen. Dies könnte dazu beitragen, den Ausgabenbedarf und die Haushaltsbeschränkungen besser in Einklang zu bringen.

¹⁴ Bislang haben 17 Mitgliedstaaten die Aktivierung der nationalen Ausweichklausel beantragt. Da die Flexibilität nur vorübergehend gewährt wird, müssen sich die betroffenen Mitgliedstaaten jedoch ab 2029 zu einer stärkeren Haushaltskonsolidierung verpflichten, um die EU-Haushaltsregeln weiterhin einzuhalten.

¹⁵ Siehe Bouabdallah et al. (2025). Die auf über 100 Mrd. € geschätzte Lücke bezieht sich lediglich auf öffentliche Investitionen in den Bereichen Digitalisierung, Klimawandel und Verteidigung. Infrastrukturinvestitionen werden nur teilweise durch die geplanten zusätzlichen Verteidigungsausgaben berücksichtigt.

4 Spielraum für eine höhere technische Effizienz öffentlicher Investitionen

Die technische Effizienz öffentlicher Investitionen lässt sich mit verschiedenen empirischen Instrumenten messen.

Die beiden gängigsten Methoden sind die Data Envelopment Analysis (DEA) und die Stochastic Frontier Analysis (SFA). Sie ermöglichen einen Vergleich der Finanzpolitik der einzelnen Länder anhand der Effizienzgrenze, die von den am besten abschneidenden Ländern erreicht wird. Bei der DEA, einem nichtparametrischen Verfahren, wird die Effizienzgrenze direkt aus den Daten eines Ländervergleichs gebildet.¹⁶ Allerdings ist die DEA sehr reagibel gegenüber den zugrunde liegenden Daten sowie Ausreißern. Eine Bootstrap-DEA löst dieses Problem teilweise durch Resampling der Daten und die Generierung mehrerer Effizienzgrenzen, wodurch Länder mit herausragenden Ergebnissen identifiziert und Verzerrungen korrigiert werden. Bei der SFA hingegen handelt es sich um ein parametrisches Verfahren. Die Effizienzgrenze wird auf Basis einer bestimmten Produktionsfunktion geschätzt.¹⁷ Der Vorteil der SFA besteht darin, dass sich die Fehlervariable in die beiden Komponenten Ineffizienz und statistisches Rauschen zerlegen lässt. Damit können die Output-Variable beeinflussende externe Faktoren berücksichtigt werden – wie etwa die durch Urbanisierung bedingte Dichte öffentlicher Verkehrsnetze. Darüber hinaus unterstützt die SFA die Verwendung länderspezifischer fixer Effekte, sodass die Heterogenität zwischen den Ländern in die Analyse einfließen kann. Allerdings weist die SFA eine wesentliche Einschränkung auf: die Notwendigkeit einer zumindest partiellen Parametrierung und einer Annahme der Proportionalität der Input- und Output-Variablen für die Produktionsfunktion, was zu einer falsch festgelegten Effizienzgrenze führen kann. Ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen den beiden Methoden besteht in der Behandlung der Zeitdimension: Während die DEA die Effizienz zu einem bestimmten Zeitpunkt bewertet, wird die SFA auf Paneldaten angewendet und generiert Effizienzwerte im Zeitverlauf.

Die technische Effizienz öffentlicher Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur in der EU wird hier mithilfe beider Methoden beurteilt.

Wie in Abschnitt 2 erwähnt, entfällt mehr als ein Viertel der gesamten öffentlichen Investitionen in der EU auf die öffentlichen Verkehrsinfrastrukturinvestitionen. Dies entspricht 0,9 % des BIP im Jahr 2023. Für die DEA werden zwei Indikatoren als Output-Messgrößen verwendet: die Dichte des Verkehrsnetzes und ein Indikator der Weltbank zur qualitativen Beurteilung der öffentlichen Verkehrsinfrastruktur. Bei der SFA wird die Dichte des Verkehrsnetzes als Output-Messgröße getrennt für Schienen- und Straßennetze analysiert.¹⁸ Die Analyse wird mit beiden Methoden durchgeführt und basiert auf einem inputorientierten Ansatz, mit dem gemessen werden soll, in welchem Ausmaß die zur Erreichung eines bestimmten Outputs eingesetzten Mittel minimiert werden können. Durch eine Effizienzsteigerung würden

¹⁶ Die DEA berücksichtigt bei der Konstruktion der Effizienzgrenze variable Skalenerträge, d. h., die Input- und Output-Variablen müssen nicht proportional sein. Dies steht im Gegensatz zur SFA, bei der die Output-Variable proportional zu den Input-Variablen sein muss.

¹⁷ In manchen Studien werden auch semiparametrische SFA verwendet.

¹⁸ Die SFA-Methode ist die von Greene (2005) entwickelte Panelversion mit fixen Effekten. In der Analyse sind dies die Geografie und Bevölkerungsdichte.

Haushaltsspielräume geschaffen, die für andere strategische Investitionen oder den Aufbau von Haushaltspuffern genutzt werden könnten.

Aus den Ergebnissen geht hervor, dass erheblicher Spielraum für eine Verbesserung der Investitionseffizienz besteht, wenngleich dieser nicht gleichmäßig über die Ländergruppen verteilt ist. Im DEA-Modell liegt der Median der Effizienz von öffentlichen Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur, gemessen im Verhältnis zur Dichte des Verkehrsnetzes, für die EU und den Euroraum bei rund 50 % (siehe Abbildung 6, Grafik a).¹⁹ Dies bedeutet, dass das aktuelle Effizienzniveau von Investitionen in den öffentlichen Verkehr als Input nur halb so hoch ist wie die Effizienzgrenze. Basierend auf den Medianschätzungen ist die Effizienz in den Nicht-Euro-Ländern der EU etwas geringer. Die Ergebnisse sind trotz unterschiedlicher Daten und Länderabdeckung weitgehend mit anderen Studien vergleichbar.²⁰ Die Effizienz der Verkehrsinvestitionen in den einzelnen Ländern (dargestellt durch die Länge der Kastendiagramme) scheint in den Nicht-Euro-Ländern der EU heterogener zu sein als in den Euro-Ländern. Interessanterweise ist die Effizienz in Ländern mit begrenztem fiskalischem Spielraum im Durchschnitt etwas niedriger. Als Proxy für diese Länder dient die Gruppe mit hohen Schuldentragfähigkeitsrisiken gemäß dem Schuldentragfähigkeitsmonitor der Europäischen Kommission (siehe die roten Kastendiagramme).²¹ Die Länder mit hohem Risiko haben also vermutlich etwas mehr Spielraum, um den prognostizierten fiskalischen Druck zu verringern, indem sie die Effizienz der öffentlichen Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur erhöhen. Insbesondere gilt dies, wenn die große Heterogenität zwischen den Ländern berücksichtigt wird, da der Effizienzwert in einigen der Länder mit niedrigem Risiko besonders hoch ist. Die Effizienz zu steigern, indem die erforderlichen Ressourcen für einen bestimmten Output minimiert werden, könnte daher besonders für Länder mit hohem Risiko und begrenztem fiskalischem Spielraum von Vorteil sein.

Ein alternativer Näherungswert für die Effizienz lässt sich aus Umfrageergebnissen ableiten, in denen die Qualität von Investitionen in den öffentlichen Verkehr bewertet wird. Vergleicht man derartige Investitionen mit der Qualität der öffentlichen Verkehrsinfrastruktur – basierend auf den Daten der Umfrage der Weltbank –, fallen die Effizienzwerte etwas besser aus (siehe Abbildung 6, Grafik b).²² Der Median der EU-weiten durchschnittlichen Effizienz liegt bei rund 65 %, wohingegen Nicht-Euro-Länder in der Regel merklich schlechter abschneiden.²³ Der Effizienzwert variiert stärker in den Ländern mit hohem Risiko, während ihr Median niedriger ist als in den Ländern mit niedrigem Risiko. Diese Ergebnisse stimmen weitgehend mit einer aktuellen [Eurobarometer-Umfrage](#) überein, der zufolge 51 % der Bürgerinnen und Bürger der EU mehr öffentliche

¹⁹ Die Dichte des Verkehrsnetzes ist definiert als die Länge des errichteten Verkehrsnetzes (Schienenwege, Straßen) dividiert durch die Landfläche.

²⁰ Beispielsweise stellen Kapsoli et al. (2023) fest, dass der Median des Effizienzwerts in ihrem Basismodell (Straßen, Energie und Telekommunikation) unter Verwendung einer Bootstrap-DEA in den Industrieländern, d. h. auch EU-Ländern, bei 42 % liegt. Ähnliche Ergebnisse finden sich auch bei Herrera et al. (2025).

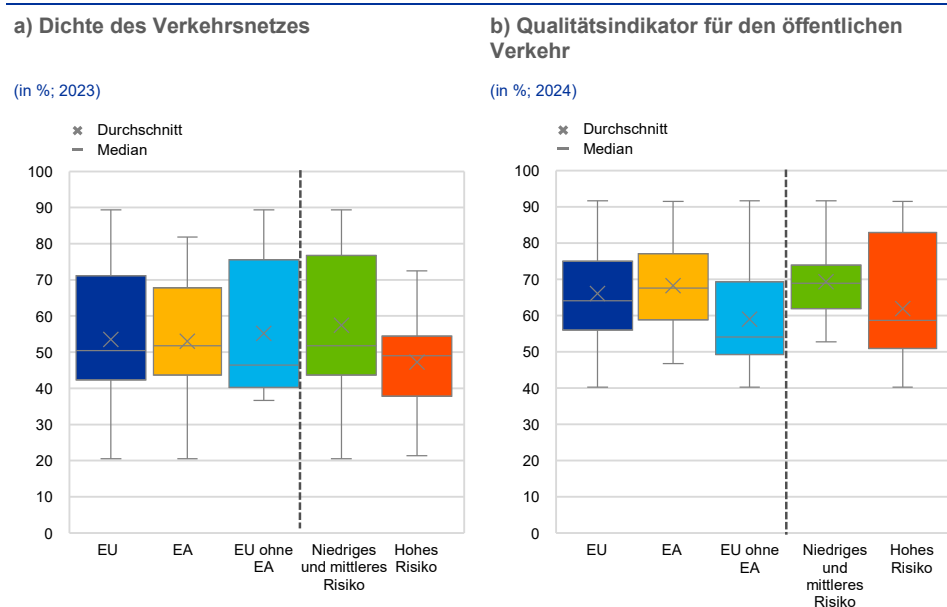
²¹ Siehe Europäische Kommission (2025a).

²² Der Qualitätsindikator der Weltbank liegt zwischen 1 (niedrigste Qualität) und 7 (höchste Qualität).

²³ Die Ergebnisse für die Qualität des öffentlichen Verkehrs sind mit den Ergebnissen von Herrera et al. (2025) vergleichbar.

Investitionen begrüßen würden, um die Taktfrequenz im öffentlichen städtischen Personenverkehr zu erhöhen, und 42 % einen Bedarf an besseren Pendlerverbindungen ausmachen. Allerdings sollten die Ergebnisse der DEA mit Vorsicht ausgelegt werden, da sie ausschließlich aus den zugrunde liegenden Daten abgeleitet werden, ohne den Einfluss externer Faktoren auf die Effizienz zu berücksichtigen.

Abbildung 6
 Effizienz der Investitionen in die öffentliche Verkehrsinfrastruktur – Data Envelopment Analysis



Quellen: Eurostat, Weltbank und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Analyse basiert auf einer Bootstrap-DEA nach Simar und Wilson (1998) mit 2 000 Ziehungen, um die Verzerrung aus dem Standard-DEA-Modell zu korrigieren. Die COFOG-Verkehrsinvestitionen als Anteil am BIP fließen als Input mit einer Verzögerung und als gleitender Fünfjahresdurchschnitt ein. Die in Grafik a dargestellte Output-Variablen ist die Dichte des Schienen- und Straßennetzes, das anhand einer Hauptkomponentenanalyse zu einem einzigen Indikator für 2023 zusammengefasst wird. In Grafik b entspricht die Output-Variablen dem Qualitätsindikator der Weltbank für den öffentlichen Verkehr, der für 2024 zwischen 1 und 7 liegt. Grafik a umfasst 26 EU-Länder, Grafik b 23 EU-Länder. Der Balken zeigt die Interquartilsstreuung und der Fehlerbalken den maximalen und minimalen Bereich der Länderstichprobe der jeweiligen Gruppe an. Die Einstufung in hohes und niedriges/mittleres Risiko basiert auf der Schuldenfähigkeitsanalyse der Europäischen Kommission (Europäische Kommission, 2025a) für die in der Stichprobe erfassten EU-Länder.

Bei Anwendung der SFA-Methode fallen die Werte der technischen Effizienz etwas niedriger aus und variieren je nach Verkehrskomponenten. Die Betrachtung der einzelnen Komponenten der Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur – Schienenwege und Straßen – ergibt je nach Ländergruppe und Zeit deutliche Effizienzunterschiede (siehe Abbildung 7). So ist die Effizienz der öffentlichen Investitionen in Schienenwege im Median niedriger als die der Investitionen in Straßen. Im EU-Durchschnitt liegen die Ausgaben für Schienenwege bei 38 % und für Straßen bei 43 %. Der Median der Effizienz von Investitionen in Schienenwege ist nur im Euroraum höher als bei den Investitionen in Straßen, während er in Nicht-Euro-Ländern, Ländern mit hohem Risiko und Ländern außerhalb der EU am niedrigsten ist. Die Ergebnisse zeigen, dass die Effizienz der öffentlichen Investitionen in Straßen in den meisten Ländergruppen im Zeitverlauf stark variiert (dargestellt durch die Länge der Kastendiagramme). Die ausgeprägten Schwankungen im Zeitverlauf könnten auch nichtlineare Effekte widerspiegeln, da

umfangreiche Infrastrukturprojekte sehr zeitintensiv sind.²⁴ Im Großen und Ganzen stimmen die Ergebnisse der SFA mit den Ergebnissen der DEA überein, wengleich Unterschiede bei den Input-Variablen, dem abgedeckten Zeitraum, den Länderstichproben und der Methode bestehen. Die Analyse zeigt, dass die technische Effizienz der Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur in der EU bei beiden Methoden verhältnismäßig niedrig ist – auch im Vergleich zu anderen Bereichen öffentlicher Investitionen wie dem Gesundheits- und Bildungswesen.²⁵

Diese Ergebnisse werden durch länderspezifische Faktoren beeinflusst, die zum Teil durch Änderungen der Politik angegangen werden können. Geografie und Bevölkerungsdichte können die Komplexität und Kosten von Infrastrukturprojekten erhöhen und somit in einigen Ländern im Vergleich zu anderen Ländern zu niedrigeren Effizienzwerten führen.²⁶ Weitere Ursachen für höhere Kosten und eine geringere Effizienz sind starre regulatorische Anforderungen, Mängel im Projektmanagement und in der Projekt-Governance sowie begrenzte Verwaltungskapazitäten. Werden diese Faktoren angegangen, lassen sich komplexe Verkehrsinfrastrukturprojekte leichter bewältigen, sodass die Kosten sinken und die Effizienz steigt. Wengleich diese möglichen Faktoren in der vorliegenden Analyse unberücksichtigt bleiben, wäre eine Untersuchung ihres potenziellen Beitrags zu den Ergebnissen aufschlussreich.

²⁴ So kann es zu einer langen Phase vorbereitender Ausgaben kommen, in der sich die Output-Variablen nicht ändert, gefolgt von einem kräftigen Anstieg des Outputs, wenn Zwischenziele erreicht werden.

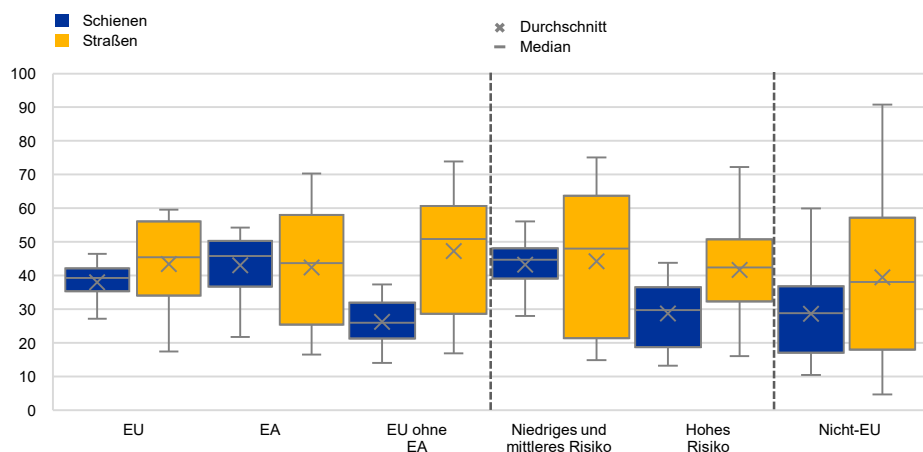
²⁵ Canzonieri und Giamboni (2024) haben für Ausgaben im Gesundheits- und Bildungswesen Effizienzwerte für die EU von über 90 % ermittelt. Siehe hierzu auch Herrera et al. (2025); IWF (2025).

²⁶ In der SFA werden diese länderspezifischen Unterschiede durch fixe Effekte berücksichtigt. Darüber hinaus wird die Robustheit der EU-Stichprobe sichergestellt, indem verschiedene andere Faktoren beachtet werden, die die Effizienzvariable beeinflussen können; zu diesen zählen das Gütertransportaufkommen, die Zahl der Personenkraftwagen pro Kopf und die Nutzung des Schienennetzes durch die Öffentlichkeit. Die Ergebnisse bleiben dabei weitgehend einheitlich.

Abbildung 7

Effizienz der Investitionen in Schienenwege und Straßen – Stochastic Frontier Analysis

(in %; Durchschnitt 2000-2023)



Quellen: Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Als Input werden die in den OECD-Daten ausgewiesenen Instandhaltungs- und Investitionsausgaben der Länder zu einem einzigen Indikator zusammengefasst, der dann mit einer Verzögerung und als Fünfjahresdurchschnitt herangezogen wird. Als Output wird anhand der Eurostat-Daten die Länge des Schienen- und Straßennetzes durch die Landfläche geteilt. Die Analyse erfolgt mithilfe einer SFA, bei der die Länderheterogenität durch länderspezifische fixe Effekte berücksichtigt wird. Es sind sehr signifikante Ergebnisse unterhalb des 1%-Niveaus zu verzeichnen. Zwecks Robustheit wird die SFA unter der Annahme einer Heteroskedastizität der Fehlervariablen wiederholt, wobei Kontrollvariablen wie das Gütertransportaufkommen, die Höhe des Landes, die Urbanisierung und das Pro-Kopf-BIP berücksichtigt werden. Diese Robustheitsanalyse bezieht sich aufgrund von Datenbeschränkungen nur auf EU-Länder. Die Ergebnisse bleiben nach Einbeziehung dieser Kontrollen hochsignifikant und weitgehend unverändert. Darüber hinaus werden die Ergebnisse durch eine DEA bestätigt. In der OECD-Datenbank meldeten nur 14 EU-Länder Daten zu den Ausgaben für Straßen und nur 17 EU-Länder Daten zu den Ausgaben für Schienenwege. Die Gesamtstichprobe umfasst bei den Ausgaben für Straßen 17 Länder, einschließlich des Vereinigten Königreichs, der Schweiz und der Türkei, und bei den Ausgaben für Schienenwege 25 Länder einschließlich Kanadas, Chinas, Indiens, Norwegens, der Schweiz, der Türkei, des Vereinigten Königreichs und der Vereinigten Staaten. Aufgrund fehlender Daten für den Gesamtzeitraum ist die Stichprobe im Zeitverlauf nicht homogen, weshalb das Kastendiagramm die zeitliche und nicht die länderspezifische Heterogenität zeigt. Veranschaulicht wird die Zeitdimension, d. h. die Bandbreite der Zeitmittelwerte für die einzelnen Ländergruppen im Zeitraum 2000-2023. Die Balken für das Maximum und Minimum stellen den höchsten und den niedrigsten Durchschnittswert der Ländergruppe zu einem bestimmten Zeitpunkt dar. Die Einstufung in hohes und niedriges/mittleres Risiko basiert auf der Schuldentragfähigkeitsanalyse der Europäischen Kommission (Europäische Kommission, 2025a) für die in der Stichprobe erfassten EU-Länder.

Durch die Schließung der Effizienzlücke müssten weniger öffentliche Gelder aufgewendet werden.

Die Effizienzlücke entspricht dem Abstand zum hypothetischen Fall der vollkommenen Effizienz. Sie gibt grob Aufschluss darüber, welche maximalen Einsparungen durch eine höhere technische Effizienz erzielt werden könnten. Auf die vorstehende Analyse angewandt, werden mit der Effizienzlücke die größtmöglichen potenziellen Einsparungen gemessen, die durch eine Verringerung der Ausgaben für Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur erreicht werden könnten, um den gleichen Output zu erzielen. Für die EU wird das sich aus der Schließung der Effizienzlücke ergebende Einsparpotenzial für die beiden Indikatoren in der DEA auf etwa 46 Mrd. € bis 50 Mrd. € in einem bestimmten Jahr geschätzt.²⁷ Allerdings sind die Ergebnisse zu den möglichen Einsparungen aus mehreren Gründen mit Vorsicht zu interpretieren. Erstens sind sie reagibel

²⁷ Die Schätzungen der beiden in Abbildung 6 dargestellten Output-Indikatoren ergeben sich aus der Summe der jeweiligen DEA-Effizienzlücke (1 minus Effizienzwert) jedes EU-Landes, multipliziert mit dem gleitenden Fünfjahresdurchschnitt der Investitionen jedes Landes in den öffentlichen Verkehr. Bei Anwendung des SFA-Ansatzes wären die geschätzten Einsparungen deutlich geringer. Allerdings sind die auf Basis dieser beiden Methoden geschätzten Einsparungen nicht miteinander vergleichbar, da die Länderstichprobe deutlich kleiner und nicht homogen ist und einige der größten EU-Länder wie Deutschland fehlen. Darüber hinaus konzentriert sich die SFA auf Investitionen in Schienenwege und Straßen sowie die Instandhaltung (laut OECD), welche eine Teilstichprobe der in der DEA verwendeten Verkehrsinvestitionen darstellen.

gegenüber den Variablen und der Methode, die zur Berechnung der Effizienzlücke verwendet werden.²⁸ Zweitens werden die Ergebnisse durch die Länderabdeckung beeinflusst, was ihre Vergleichbarkeit einschränkt. Drittens scheint insbesondere bei langjährigen Infrastrukturgroßprojekten kein linearer Zusammenhang zwischen Investitionen und Ergebnissen zu bestehen. In der Analyse könnte dies nur teilweise durch die Verwendung verzögerter mehrjähriger Durchschnittswerte kompensiert werden. Viertens würden die durch Effizienzsteigerungen zu erreichenden Einsparungen nur verzögert erzielt werden, da sie sich auf zukünftige Investitionen beziehen. Fünftens schließlich dürfte es sich bei den Einsparungen nicht um wiederkehrende Entwicklungen handeln. Sie sind vielmehr als Momentaufnahmen zu betrachten. Insoweit eine höhere Effizienz durch die Straffung und bessere Steuerung von Infrastrukturprojekten erreicht wird, hätten diese dauerhafte Auswirkungen und würden somit die potenzielle Notwendigkeit weiterer effizienzbedingter Einsparungen verringern.

5 Schlussbemerkungen

In den EU-Ländern bestehen erhebliche technische Effizienzlücken bei den Investitionen in den öffentlichen Verkehr. Die empirische Analyse zeigt für die öffentlichen Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur – die größte Komponente öffentlicher Investitionen in der EU – ein erhebliches Einsparpotenzial von 46 Mrd. € bis 50 Mrd. €, das sich durch eine höhere Effizienz erzielen ließe. Allerdings sind diese Zahlen mit hoher Unsicherheit behaftet. Die Effizienzwerte für Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur scheinen im Vergleich zu den Ausgaben für das Gesundheits- und Bildungswesen in der EU gemäß der einschlägigen Literatur deutlich niedriger zu sein. Tatsächlich sind Infrastrukturprojekte tendenziell umfangreicher und komplexer und somit anfälliger für Ineffizienzen. In Verbindung mit einer stärkeren Priorisierung der Staatsausgaben für produktivere Investitionen, die das Wachstum fördern dürften, würde eine höhere Effizienz dazu beitragen, fiskalischen Spielraum für strategische Investitionen zu schaffen und die Risiken für die Schuldenragfähigkeit einzudämmen.

Die Verbesserung von Projektmanagement und Projekt-Governance kann die Effizienz öffentlicher Investitionen erhöhen.²⁹ Die Einführung eines Rahmens für die Steuerung öffentlicher Investitionen kann dazu beitragen, verbesserungsbedürftige Bereiche zu identifizieren. Auch länderübergreifende Vergleiche und das Benchmarking bewährter Verfahren würden hierdurch erleichtert. Institutionen wie der Internationale Währungsfonds, die Europäische Kommission, die Weltbank und die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung haben bereits entsprechende Rahmenwerke entwickelt. Diese könnten verwendet werden, um nationale Governance-Praktiken für Unternehmen, die mit

²⁸ Die Effizienzwerte können durch öffentlich-private Partnerschaften für Infrastrukturprojekte beeinflusst werden, die jedoch in der Analyse nicht berücksichtigt werden.

²⁹ Siehe IWF (2025).

der Steuerung öffentlicher Investitionen befasst werden, zu untersuchen.³⁰ Konkret bewerten diese Rahmen die institutionelle Ausgestaltung – etwa die Stärke der Institutionen und die Fiskalregeln – sowie die tatsächliche Wirksamkeit im Hinblick darauf, inwieweit der beabsichtigte Zweck erreicht wird. Für die EU-Länder deuten die jüngsten Bewertungen auf Verbesserungspotenzial hin. Dazu gehört auch, in der Vorbereitungsphase von Investitionsprojekten eine Qualitätssicherung durchzuführen, Planungs- und Haushaltszyklen zu integrieren und sicherzustellen, dass die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bei der Investitionsplanung stärkere Beachtung findet.³¹

Es bedarf gezielter politischer Maßnahmen, um öffentliche Investitionen zu erleichtern und so die Effizienzlücke zu schließen. Solche politischen Maßnahmen, die sich von Land zu Land unterscheiden dürften, reichen vom Bürokratieabbau bis zur Straffung der regulatorischen Berichtspflichten. Zudem besteht in den Ländern offenbar Spielraum, die Verwaltungskapazitäten zu verbessern und Governance-Strukturen zu optimieren, um komplexe Investitionsprojekte wie jene für die Verkehrsinfrastruktur zu verwalten und Korruption auszumerzen. Ausgabenanalysen können dazu beitragen, die öffentlichen Ausgaben zu priorisieren und Bereiche für zusätzliche Einsparungen zu identifizieren. Mehrere EU-Länder wie Dänemark, Spanien und die Niederlande führen regelmäßig solche Ausgabenanalysen durch.³² Eine detaillierte Bewertung der erforderlichen nationalen Maßnahmen ist nicht Gegenstand des vorliegenden Aufsatzes. Zur Behebung von Ineffizienzen bedarf es jedoch einer eingehenden Analyse der zugrunde liegenden Faktoren. Da sich diese in den einzelnen Ländern deutlich unterscheiden, müssen einige der geeigneten politischen Maßnahmen länderspezifisch sein. Es ist daher wichtig, die notwendigen Anpassungen in den politischen Leitlinien und Folgemaßnahmen des Europäischen Semesters, das der Koordinierung der Wirtschaftspolitik in der EU dient, angemessen zu berücksichtigen.³³

Literaturverzeichnis

Abiad, A., Furceri, D. und Topalova, P. (2016), The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies, *Journal of Macroeconomics*, Bd. 50, S. 224-240.

Afonso, A., Alves, J. und Bazah, N. (2024), Public Sector Efficiency and the Functions of the Government, *REM Working Papers*, Nr. 357, ISEG – Lisbon School of Economics and Management, November.

³⁰ Der Rahmen für die [Bewertung der Verwaltung öffentlicher Investitionen](#) (PIMA) des IWF war der erste seiner Art. Die Europäische Kommission hat den Rahmen auf fünf Hauptphasen ausgeweitet (Planung, Beurteilung, Auswahl, Budgetplanung, Umsetzung und Ex-post-Überprüfungen) und führt regelmäßige Umfragen durch.

³¹ Siehe Manescu (2026). Nur wenige EU-Länder wenden bei der Investitionsplanung großer Infrastrukturprojekte bewährte Verfahren an.

³² Ein Überblick findet sich bei Hoogeland et al. (2024).

³³ Siehe Europäische Kommission (2025b).

Antolin-Diaz, J. und Surico, P. (2025), The Long-Run Effects of Government Spending, *American Economic Review*, Bd. 115, Nr. 7, S. 2376-2413.

Barnes, S., Cournède, B. und Hanmer, F. (2025), Assessing government spending in OECD countries and search for savings, Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1845, OECD Publishing.

Bokan, N, Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. und Rigato, R. (2025), [Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen höherer Verteidigungsausgaben – eine modellbasierte Beurteilung](#), EZB, Wirtschaftsbericht 6/2025.

Bouabdallah, O., Dorrucci, E., Nerlich, C., Nickel, C. und Vlad, A. (2025), [Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions](#), Der EZB-Blog, 25. Juli.

Bouakez, H. und Rebei, N. (2007), Why does private consumption rise after a government spending shock?, *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Economie*, Bd. 40, Nr. 3, S. 954-979.

Canzonieri, G. und Giamboni, L. (2024), Efficiency of Public Expenditure in Education and Health, Discussion Paper 217, *European Economy*, Europäische Kommission, Dezember.

Clancy, D., Jacquinot, P. und Lozej, M. (2016), Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union, *Journal of Macroeconomics*, Bd. 48, S. 305-326.

Coenen, G., Lozej, M. und Priftis, R. (2024), Macroeconomic effects of carbon transition policies: An assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector, *European Economic Review*, Bd. 167, S. 1047-1098.

Coenen, G., McAdam, P. und Straub, R. (2008), Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Bd. 32, Nr. 8, S. 2543-2583.

Coenen, G., Straub, R. und Trabandt, M. (2012), Fiscal Policy and the Great Recession in the Euro Area, *American Economic Review*, Bd. 102, Nr. 3, S. 71-76.

Eurobarometer (2025), Public opinion on urban challenges and investment in cities, Europäische Kommission, Juni.

Europäische Zentralbank (EZB) (2016), [Öffentliche Investitionen in Europa](#), Wirtschaftsbericht 2/2016.

Europäische Kommission (2025a), [Debt Sustainability Monitor 2024](#), Institutional Paper 306, *European Economy*, März.

Europäische Kommission (2025b), Europäisches Semester 2026 – Herbstpaket, Mitteilung vom 25. November.

- Greene, W. (2005), Reconsidering heterogeneity in panel data estimators of the stochastic frontier model, *Journal of Econometrics*, Nr. 126, Ausgabe 2, S. 269-303.
- Haroutunian, S., Bańkowski, K., Bischl, S., Bouabdallah, O., Hauptmeier, S., Leiner-Killinger, N., O'Connell, M., Arruga Oleaga, I., Laurent, A. und Trzcinska, A. (2024), [The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 349, Mai.
- Herrera, S., Isaka, H. und Ouedraogo, A. (2025), Efficiency of public spending in education, health, and infrastructure: an international benchmarking exercise, *Journal of Applied Economics*, Bd. 28, Ausgabe 1.
- Hoogeland, M., Dimitriadis, L. und Mandl, M. (2024), How Have Spending Reviews Recently Evolved Through EU Initiatives?, Discussion Paper 200, European Economy, Europäische Kommission, Mai.
- Iizetzki, E. (2025), Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben, Kiel Report, Nr. 2, Kiel Institut für Weltwirtschaft, Februar.
- IWF (2025), Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth, *Fiscal Monitor*, Kapitel 1, Oktober.
- Kapsoli, J., Mogue, T. und Verdier, G. (2023), Benchmarking Infrastructure Using Public Investment Efficiency Frontiers, Working Papers des IWF, Nr. 2023/101, Internationaler Währungsfonds.
- Leeper, E. M., Walker, T. D. und Yang, S.-C. S. (2009), Government Investment and Fiscal Stimulus in the Short and Long Runs, Working Paper des National Bureau of Economic Research, Nr. 15153.
- Manescu, C. (2026), Public investment management practices in the EU: A comparative analysis based on the 2025 Commission survey, Discussion Paper, European Economy, Europäische Kommission, im Erscheinen.
- Moretti, E., Steinwender, C. und Van Reenen, J. (2025), The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity, and International Spillovers, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 107, Ausgabe 1, Januar, S. 14-27.
- Ramey, V. A. (2020), The macroeconomic consequences of infrastructure investment, Working Paper des National Bureau of Economic Research, Nr. 27625.
- Simar, L. und Wilson, P. (1998), Sensitivity Analysis of Efficiency Scores: How to Bootstrap in Nonparametric Frontier Models, *Management Science*, Bd. 44, Ausgabe 1, S. 49-61.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

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

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

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

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

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

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

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

Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- .
- ... 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.

Angaben zum Euroraum

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Datenreihen für Zeiträume bis einschließlich 2026 auf die Gruppe der 21 Länder, die dem Euroraum angehören.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)					VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)					
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,5	2,9	0,3	0,7	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,1	-0,2	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,4	2,3	1,3	1,2	5,0	1,4	.	3,4	3,3	0,1	2,1
2025 Q1	0,8	-0,2	0,7	0,3	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
Q2	0,9	0,9	0,2	0,6	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
Q3	0,9	1,1	0,1	-0,7	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
Q4	0,7	0,4	0,1	0,3	1,2	0,2	.	3,4	3,0	0,6	2,1
2025 Sept.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,0	0,2	2,1
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,2	2,9	0,7	2,1
Dez.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	.	0,8	2,0
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,5	.	1,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	2,4	.	.	.	1,9

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2023	14 664,0	14 138,0	7 750,1	3 097,9	3 215,1	1 642,0	929,1	637,6	75,0	-525,9	7 378,5	6 852,5
2024	15 234,5	14 568,9	8 040,1	3 260,4	3 196,6	1 631,3	925,9	633,1	71,8	-665,5	7 486,6	6 821,1
2025	15 820,6	15 202,3	8 321,8	3 411,1	3 352,0	1 692,1	950,7	702,4	117,3	-618,3	7 680,9	7 062,6
2025 Q1	3 910,0	3 750,9	2 058,3	836,3	834,5	417,4	233,4	182,0	21,9	-159,0	1 931,9	1 772,9
Q2	3 938,9	3 777,7	2 071,5	846,9	828,3	420,3	236,5	169,8	30,9	-161,2	1 911,0	1 749,8
Q3	3 970,4	3 822,1	2 087,3	857,1	842,0	424,9	240,3	175,0	35,7	-148,4	1 923,4	1 775,0
Q4	4 014,0	3 862,2	2 109,5	871,3	853,8	433,8	242,4	175,9	27,6	-151,8	1 925,0	1 773,2
In % des BIP												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q1	0,6	0,5	0,3	-0,2	2,7	0,8	0,0	11,3	-	-	2,4	2,3
Q2	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,5	0,2	1,0	-8,4	-	-	-0,5	0,0
Q3	0,3	0,7	0,2	0,7	1,3	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
Q4	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,4	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,1	2,3	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,9	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,5	2,9	1,4	1,5	8,9	-	-	2,0	3,6
2025 Q1	1,6	2,2	1,6	1,9	2,4	0,2	0,1	11,4	-	-	2,7	4,0
Q2	1,6	2,6	1,7	1,4	3,6	1,3	0,1	15,7	-	-	0,7	2,8
Q3	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,2	3,6	5,3	-	-	2,9	4,2
Q4	1,2	1,9	1,3	1,4	3,1	2,9	2,6	4,2	-	-	2,4	3,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q1	0,6	0,4	0,2	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,2	-	-
Q2	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 Q1	1,6	2,1	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,3	-0,5	-	-
Q2	1,6	2,5	0,9	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
Q3	1,4	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,5	-	-
Q4	1,2	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,6	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2023	13 266,2	224,3	2 616,0	710,8	2 462,9	697,4	600,2	1 472,4	1 614,6	2 455,9	411,6	1 397,8
2024	13 718,6	233,8	2 594,3	725,6	2 547,8	734,5	635,5	1 528,3	1 687,4	2 598,6	432,8	1 515,8
2025	14 220,2	243,8	2 685,2	754,4	2 623,4	768,6	658,2	1 558,3	1 751,0	2 727,1	450,0	1 600,4
2025 Q1	3 512,4	60,1	669,5	185,7	649,8	188,8	162,1	385,6	430,4	669,6	110,7	397,6
Q2	3 542,5	61,4	671,1	188,5	654,9	190,5	162,2	388,1	435,0	678,3	112,4	396,4
Q3	3 565,5	61,8	668,9	189,5	657,9	193,2	165,9	390,3	440,8	684,0	113,2	404,9
Q4	3 611,6	60,4	681,9	192,4	663,0	196,3	168,3	394,2	445,7	695,6	113,7	402,4
In % der Wertschöpfung												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,4	5,4	4,6	11,0	12,3	19,2	3,2	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q1	0,7	1,4	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,3
Q2	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Q3	0,3	0,7	0,0	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,0
Q4	0,2	0,3	-0,2	0,7	0,0	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,8	-2,9	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,4	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,5	1,2	1,4	1,8	1,9	0,8
2025	1,3	1,5	2,2	0,5	1,3	3,3	0,2	0,9	1,0	1,1	0,6	1,8
2025 Q1	1,5	1,0	2,9	-0,5	1,2	3,3	0,3	0,8	1,0	1,6	1,2	2,7
Q2	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,5	-0,4	1,0	0,7	1,1	1,1	2,9
Q3	1,4	2,1	2,2	1,2	1,5	3,3	0,3	0,9	1,0	1,1	-0,3	1,4
Q4	1,3	1,8	1,6	1,9	1,4	3,3	0,8	0,9	1,4	0,8	0,7	0,3
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q1	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,3	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q1	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
Q2	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,2	24,9	6,6
2025	100,0	86,1	13,9	2,7	13,8	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	25,1	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2023	1,5	1,6	1,1	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,0	1,8	1,3	1,7
2024	1,0	1,0	0,6	-1,0	0,3	0,9	1,0	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,9	-1,7	-0,4	1,2	0,7	-0,1	1,3	2,2	0,9	1,2	1,1
2025 Q1	0,8	0,8	0,4	-1,7	-0,3	0,9	0,7	0,8	1,4	2,8	0,7	1,5	1,4
Q2	0,7	0,6	1,1	-2,1	-0,5	1,0	1,0	0,2	1,2	2,9	0,8	1,2	0,8
Q3	0,6	0,6	1,0	-1,9	-0,4	1,3	0,6	-0,5	1,3	2,4	0,7	1,1	1,0
Q4	0,7	0,6	1,2	-1,1	-0,5	1,5	0,6	-1,0	1,2	0,7	1,3	1,1	1,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
2025	100,0	82,1	17,9	3,5	14,3	7,4	25,0	3,6	2,4	1,1	14,3	22,4	6,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,0	0,8	1,6	2,1	1,9	2,4
2024	1,1	1,2	0,6	-0,6	0,3	1,1	1,1	2,2	1,4	-0,1	1,2	1,7	1,5
2025	0,4	0,5	-0,2	-2,3	-0,8	0,9	0,1	-0,4	0,9	1,8	0,7	1,1	1,6
2025 Q1	0,5	0,7	-0,7	-2,5	-0,8	0,7	0,2	0,8	1,0	2,5	0,4	1,5	2,0
Q2	0,3	0,4	-0,2	-2,3	-1,1	1,2	0,2	-0,2	0,8	2,5	0,5	0,9	1,6
Q3	0,7	0,7	0,6	-2,3	-0,2	1,3	0,5	-0,7	1,1	3,8	1,1	1,3	1,8
Q4	0,8	0,9	0,2	-1,6	-0,1	1,4	0,3	-0,4	1,7	-0,8	1,4	1,5	1,8
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2023	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	0,6
2024	0,2	0,2	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,5	0,3	0,4
2025	-0,3	-0,2	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,6
2025 Q1	-0,3	-0,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,6
Q2	-0,4	-0,2	-1,3	-0,3	-0,6	0,1	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,8
Q3	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	1,4	0,3	0,2	0,8
Q4	0,1	0,3	-1,0	-0,5	0,4	-0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,5	0,1	0,4	0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- 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			78,8		21,2		51,3		48,7		
2023	172,765	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,354	2,8	11,053	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,665	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,999	2,8	11,133	6,4	2,0	8,758	5,5	2,375	14,9	5,738	6,2	5,394	6,5	2,2
2025 Q1	175,637	2,7	11,072	6,3	2,1	8,702	5,5	2,371	14,8	5,651	6,1	5,421	6,6	2,4
Q2	176,037	2,8	11,199	6,4	2,1	8,854	5,5	2,345	14,6	5,814	6,2	5,385	6,5	2,2
Q3	176,048	2,8	11,234	6,4	2,0	8,855	5,5	2,380	14,9	5,790	6,2	5,444	6,6	2,1
Q4	176,276	2,8	11,026	6,3	2,0	8,621	5,4	2,405	15,1	5,699	6,1	5,327	6,4	2,2
2025 Aug.	-	-	11,107	6,3	-	8,756	5,5	2,351	14,8	5,718	6,1	5,389	6,5	-
Sept.	-	-	11,144	6,3	-	8,747	5,5	2,397	15,0	5,743	6,1	5,401	6,5	-
Okt.	-	-	11,140	6,3	-	8,700	5,4	2,440	15,3	5,772	6,2	5,369	6,5	-
Nov.	-	-	11,026	6,3	-	8,635	5,4	2,392	15,0	5,744	6,1	5,282	6,4	-
Dez.	-	-	10,954	6,2	-	8,575	5,3	2,380	15,0	5,695	6,1	5,260	6,4	-
2026 Jan.	-	-	10,770	6,1	-	8,418	5,2	2,352	14,8	5,596	6,0	5,174	6,3	-

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. Zeitreihen ohne Strukturbrüche wurden für den Euroraum und die EU erstmals im Februar 2022 – nach Umsetzung der Verordnung über die Integrierte europäische Sozialstatistik im Jahr 2021 – veröffentlicht. Zu den Korrekturen der Zeitreihenbrüche siehe im Einzelnen: Eurostat (2024), EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained (Stand: 13. Sept. 2024).

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 exterritoriale Organisationen und Körperschaften).

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- 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	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,0	-1,8	-2,5	-1,0	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,0	1,4	0,9	1,8	0,7	1,6	-8,5
2025	1,5	1,6	-0,6	0,8	5,5	0,9	0,1	2,4	1,4	3,1	2,2	2,1	10,4
2025 Q1	1,3	1,3	-1,2	-1,6	8,9	0,4	-0,3	2,3	1,5	3,1	1,7	2,8	-2,4
Q2	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,4	0,5	3,0	2,1	3,6	4,0	2,3	-1,6
Q3	1,6	1,7	-0,5	1,2	5,1	0,5	0,3	2,0	0,9	2,8	1,5	2,6	6,4
Q4	2,1	2,1	0,7	3,1	2,6	1,4	-0,1	2,2	1,2	3,0	1,7	1,0	4,1
2025 Aug.	1,3	1,6	-1,5	-0,1	7,7	-0,8	0,7	1,8	0,9	2,6	0,9	2,2	8,1
Sept.	1,3	1,3	0,5	1,3	1,9	1,8	-0,3	1,4	0,7	1,6	1,4	2,7	4,9
Okt.	1,9	1,6	0,5	0,5	4,4	5,0	1,8	2,1	1,3	3,1	2,1	2,1	4,9
Nov.	2,2	2,2	0,2	3,5	3,1	0,5	-1,3	2,6	1,0	3,9	1,0	0,3	5,4
Dez.	2,2	2,6	1,5	5,6	-0,1	-1,0	-0,9	1,8	1,3	2,3	2,0	0,7	2,0
2026 Jan.	-1,2	-2,2	-2,1	1,1	-6,2	5,8	.	2,0	1,4	2,4	0,7	.	1,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2025 Aug.	-0,8	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,4	-0,5	-0,3	-0,2	0,8
Sept.	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-2,5	1,1	-0,8	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,2
Okt.	0,7	0,5	0,3	0,4	1,4	1,7	1,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,3	1,4
Nov.	0,2	0,6	0,0	2,4	-1,5	-2,6	-1,5	0,0	-0,4	0,6	-0,2	-0,7	3,2
Dez.	-0,6	-0,6	-0,2	-0,7	0,5	-0,3	0,8	0,2	0,4	-0,4	0,6	0,2	-4,8
2026 Jan.	-1,5	-2,3	-1,9	-2,3	-5,6	4,7	.	-0,1	0,3	-0,2	-1,1	.	-1,0

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen	
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2021	.	.	.	.	.	.	.	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 Q2	94,7	-10,7	77,5	-14,3	-3,0	-7,7	2,8	89,8
Q3	95,9	-10,0	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
Q4	97,2	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,3	5,1	89,9
2026 Q1	.	.	77,8	.	.	.	.	89,7
2025 Sept.	96,1	-9,9	.	-13,4	-3,0	-7,5	4,1	.
Okt.	97,3	-8,0	77,9	-12,6	-2,2	-6,7	4,2	89,9
Nov.	97,4	-8,9	.	-12,8	-1,2	-5,5	5,6	.
Dez.	97,0	-8,6	.	-13,2	-1,1	-6,6	5,4	.
2026 Jan.	99,3	-6,8	77,8	-12,4	-1,3	-5,7	6,8	89,7
Febr.	98,3	-7,1	.	-12,2	-2,1	-4,5	5,0	.

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,6	2,4	8,0	37,9	5,2	72,6	5,0	9,7	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,9	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,7
2024	15,2	81,7	2,4	2,2	-2,7	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	-2,4	0,8
2024 Q4	15,2	81,7	2,2	2,2	-1,4	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	2,2	0,8
2025 Q1	15,2	81,3	1,1	2,4	0,1	5,4	6,0	35,5	4,0	67,0	2,8	8,1	1,8
Q2	15,2	81,5	1,4	2,6	2,9	5,5	5,4	35,4	3,6	66,2	2,5	12,3	1,6
Q3	15,2	81,4	0,8	2,6	2,9	4,8	4,9	35,2	3,5	65,9	2,2	7,2	1,5

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) Umfasst Verbindlichkeiten in Form von konsolidierten Krediten und Schuldverschreibungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz (in Mrd. €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 Q1	1 551,1	1 475,8	75,3	753,5	642,8	391,6	361,1	357,8	381,5	48,3	90,3	32,0	26,6
Q2	1 503,5	1 419,8	83,7	716,9	630,0	387,5	349,0	349,8	344,7	49,1	96,1	18,6	17,3
Q3	1 467,6	1 421,8	45,8	721,4	626,5	382,1	355,9	316,9	342,5	47,2	96,9	23,5	20,5
Q4	1 476,1	1 425,6	50,5	707,0	630,6	383,9	344,5	336,7	355,0	48,5	95,5	35,2	17,9
2025 Juli	489,2	471,9	17,3	239,6	209,8	126,6	118,5	107,6	111,4	15,4	32,2	8,8	5,4
Aug.	486,6	474,1	12,5	238,6	207,7	128,0	119,0	104,5	115,2	15,6	32,2	5,5	6,3
Sept.	491,8	475,7	16,1	243,2	209,1	127,6	118,3	104,8	115,8	16,3	32,5	9,2	8,8
Okt.	495,1	468,1	27,0	235,4	202,7	127,9	114,6	116,1	119,0	15,6	31,8	7,6	4,7
Nov.	493,2	484,3	8,9	234,3	210,6	128,6	116,7	113,0	124,5	17,3	32,5	9,2	4,3
Dez.	487,9	473,3	14,6	237,3	217,3	127,4	113,3	107,6	111,5	15,6	31,3	18,4	8,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2025 Dez.	5 998,3	5 743,0	255,3	2 898,8	2 529,8	1 545,1	1 410,6	1 361,2	1 423,7	193,2	378,9	109,2	82,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2025 Dez.	37,9	36,3	1,6	18,3	16,0	9,8	8,9	8,6	9,0	1,2	2,4	0,7	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾ (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Insgesamt				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2025 Q1	8,0	7,7	768,2	378,0	145,6	230,9	640,1	708,3	400,1	115,1	178,0	508,0	67,7
Q2	0,0	1,7	725,3	337,9	139,3	229,7	604,4	692,2	382,6	117,8	176,7	506,1	59,4
Q3	1,4	1,9	724,4	338,9	146,0	223,6	601,6	690,7	377,5	119,6	176,4	509,6	63,1
Q4	0,3	-0,3	719,4	.	.	.	591,8	683,5	.	.	.	506,7	.
2025 Juli	0,6	2,7	239,1	109,6	49,6	75,3	198,0	232,2	127,5	39,9	59,5	170,7	21,7
Aug.	-4,6	-3,6	236,8	108,9	47,9	74,2	195,8	227,4	124,1	39,4	57,9	167,8	20,4
Sept.	7,8	6,1	248,5	120,4	48,5	74,2	207,7	231,1	125,9	40,3	59,0	171,1	20,9
Okt.	1,2	-3,3	237,6	109,2	48,3	74,3	196,2	223,5	121,0	39,9	55,4	167,1	18,5
Nov.	-3,4	-1,1	239,5	110,5	46,8	75,4	197,6	229,3	125,4	39,9	58,1	169,8	19,1
Dez.	3,4	4,2	242,3	.	.	.	198,0	230,7	.	.	.	169,7	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2025 Q1	-2,1	1,9	94,3	87,9	90,8	108,2	94,3	100,4	95,6	98,4	110,1	100,6	135,0
Q2	0,6	1,9	98,2	93,6	94,3	108,2	98,7	100,6	96,1	98,1	110,7	100,9	129,0
Q3	-2,8	1,0	94,2	87,3	90,5	109,0	94,2	100,9	95,5	101,7	111,3	101,5	134,9
Q4	0,2	3,0	95,2	88,6	94,9	106,7	95,2	102,0	96,4	104,0	111,4	103,1	137,8
2025 Juni	-1,3	6,2	93,4	85,1	90,8	109,9	93,1	103,2	96,8	105,2	115,2	104,2	134,3
Juli	-0,1	3,6	94,9	86,4	96,6	108,0	94,9	102,1	96,7	103,8	111,4	103,1	136,5
Aug.	-5,8	-1,5	93,8	86,1	94,7	106,3	93,4	101,5	96,0	104,0	110,3	102,8	136,8
Sept.	6,1	6,5	96,8	93,4	93,6	105,9	97,3	102,4	96,4	104,4	112,5	103,5	140,3
Okt.	-0,1	-2,6	93,1	84,9	93,0	106,3	92,8	99,0	92,8	104,2	105,6	100,6	131,6
Nov.	-5,0	1,3	93,0	85,3	90,1	106,5	92,7	103,1	96,8	105,6	110,9	103,8	141,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	54,9	45,1	100,0	14,2	5,3	25,5	9,9	45,1	88,5	11,5
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q1	98,9	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,9	2,2	3,6
Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3
2025 Sept.	100,5	2,2	2,4	1,4	3,2	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,3	2,2	2,6
Okt.	100,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	2,1	2,3
Nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3
Dez.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Febr.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeit, einschl. Reparaturen und Körperpflege	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Ins- gesamt	Woh- nungs- mieten				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2024)	19,5	14,2	5,3	35,5	25,5	9,9	9,6	5,6	7,5	2,4	16,3	9,4
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 Q1	2,6	2,7	2,5	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,7	4,2	4,1
Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2025 Sept.	3,0	2,7	3,9	0,5	0,7	-0,4	3,2	2,9	3,3	0,3	3,4	3,7
Okt.	2,5	2,4	2,7	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	1,0	3,4	3,7
Nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7
Dez.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
Febr.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2

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 ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾	
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt			Industrie ohne Baugewerbe und Energie									Energie
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7				
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,1	-8,2	
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,0	-4,5	
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	.	.	
2025 Q1	127,8	2,4	0,7	1,3	0,9	1,7	2,1	1,6	1,6	5,4	0,7	5,3	1,1	
Q2	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,3	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,1	2,1	
Q3	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,1	.	
Q4	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,7	.	.	
2025 Aug.	124,1	-0,6	0,3	0,9	-0,2	1,7	2,4	2,1	1,6	-3,8	-	-	-	
Sept.	124,0	-0,1	0,9	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,9	1,5	-2,1	-	-	-	
Okt.	124,1	-0,4	0,5	0,9	0,3	1,7	2,1	1,3	1,6	-3,4	-	-	-	
Nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-	
Dez.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-	
2026 Jan.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-	

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 [Experimental data](#)).

Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 1 bis 11 einschließlich Bulgarien.

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (Brent- Kassakurs, USD)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sam- men	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	
2023	114,0	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,3	3,0	2,4	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,2	2,0	3,0	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q1	119,1	2,3	2,3	1,9	2,9	1,8	2,1	1,9	76,7	11,1	15,8	7,1	12,3	16,3	8,2
Q2	119,8	2,5	2,1	1,9	3,0	2,0	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
Q3	120,4	2,4	2,2	2,0	2,8	1,7	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,5	2,5	2,2	2,3	3,4	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2025 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-0,5	-0,5	-0,5	-2,5	-3,3	-1,7
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,3	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,4	-4,1	-13,3	-18,3	-7,9

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 10 bis 15 einschließlich Bulgarien.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe	
1	2	3	4	5	
1999-2021	35,9	27,7	12,6	23,8	36,3
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 Q1	10,4	17,0	15,4	4,8	50,0
Q2	8,2	16,3	13,6	3,4	49,2
Q3	7,8	16,8	13,3	3,0	48,0
Q4	9,6	17,4	13,5	7,8	48,4
2025 Sept.	7,4	16,9	12,2	4,5	47,6
Okt.	7,8	16,1	12,3	6,7	48,0
Nov.	10,0	18,3	13,7	7,9	48,0
Dez.	10,9	17,8	14,5	8,7	49,1
2026 Jan.	10,3	16,4	14,1	8,6	46,9
Febr.	11,5	17,1	13,9	6,5	45,8

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,5	4,7	4,5	5,2	5,0	4,0	4,5
2024	115,7	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2025	119,8	3,6	3,4	4,0	3,8	3,1	2,8
2025 Q1	112,3	3,5	3,6	3,5	4,0	2,5	2,5
Q2	124,3	3,9	3,9	4,0	4,3	3,1	4,0
Q3	115,8	3,4	3,3	4,0	3,5	3,4	1,9
Q4	126,7	3,3	2,9	4,5	3,3	3,4	3,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2020= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2023	109,4	6,4	6,3	8,4	4,6	7,7	2,2	9,9	3,3	5,6	5,1	3,5
2024	114,3	4,5	3,8	5,1	7,0	4,5	3,0	3,8	1,4	3,9	4,4	3,7
2025	118,0	3,2	0,4	0,9	4,7	3,1	0,5	4,9	4,6	3,7	4,5	4,6
2025 Q1	116,2	3,1	1,3	0,1	5,5	3,6	1,5	4,4	3,9	3,9	4,2	3,6
Q2	117,3	3,1	0,4	0,4	5,7	3,1	0,5	6,0	4,9	4,6	4,3	4,5
Q3	118,2	3,2	-0,3	1,3	4,1	2,7	0,7	4,8	5,5	3,6	4,2	6,2
Q4	119,1	3,1	-0,2	1,2	3,0	2,6	-0,6	4,2	4,1	2,8	5,1	4,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2023	114,8	5,3	4,6	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	4,4	4,3	4,3	4,4	4,0	3,8	3,3	4,7	4,7	4,5
2025	124,6	3,9	3,7	3,6	4,1	3,6	4,0	3,8	3,2	3,8	4,4	4,2
2025 Q1	122,8	3,9	4,1	3,3	4,1	4,2	4,1	3,1	1,8	4,3	4,3	3,5
Q2	124,1	4,0	4,0	3,7	4,9	3,4	3,8	4,4	2,9	4,4	4,3	4,8
Q3	125,2	4,0	3,9	3,9	4,0	3,6	4,5	3,8	4,0	3,9	4,2	4,8
Q4	126,2	3,7	2,7	3,4	3,5	3,3	3,7	3,7	4,2	2,8	4,7	3,6
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,6	0,1	0,3	-0,3	1,7
2024	104,9	-0,1	0,6	-0,8	-2,5	-0,1	1,0	0,0	1,8	0,7	0,3	0,8
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,5	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	-0,4
2025 Q1	105,7	0,8	2,8	3,2	-1,4	0,5	2,5	-1,2	-1,9	0,3	0,1	-0,2
Q2	105,7	0,9	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,5	-1,9	-0,1	-0,1	0,3
Q3	105,8	0,8	4,1	2,6	-0,1	0,9	3,8	-1,0	-1,4	0,3	0,0	-1,3
Q4	105,9	0,6	2,9	2,1	0,5	0,8	4,4	-0,4	0,1	0,0	-0,3	-0,4
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2023	108,4	4,9	4,0	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,0	4,2	4,5	4,4	4,3	4,3	3,7	3,8	2,9	3,9	4,4	4,2
2025	117,6	4,1	3,7	3,9	4,2	3,9	4,2	4,1	4,2	4,1	4,4	3,5
2025 Q1	115,7	4,1	4,3	3,8	4,2	4,3	3,9	3,6	2,3	4,5	4,2	2,7
Q2	116,9	4,2	3,6	4,2	4,4	3,7	4,0	4,8	3,9	4,8	4,5	4,0
Q3	117,8	3,8	4,5	3,6	3,9	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	3,9	4,3
Q4	118,1	3,4	2,4	2,8	3,5	3,5	3,1	3,2	6,0	2,5	4,2	2,4
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,7	-3,6	0,4	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,2	-0,7	-2,6	-0,1	0,8	0,1	1,3	0,2	0,0	0,4
2025	99,7	1,0	3,9	3,0	-0,3	1,2	3,7	-0,8	-0,9	0,3	0,0	-1,0
2025 Q1	99,4	1,2	3,6	3,8	-1,2	1,0	2,5	-0,7	-1,6	0,7	0,1	-0,8
Q2	99,6	1,3	3,9	3,9	-0,8	1,1	3,7	-1,2	-1,5	0,2	0,2	-0,5
Q3	99,6	0,7	4,5	2,4	-0,1	1,0	4,0	-0,8	-2,8	0,0	-0,2	-2,0
Q4	99,2	0,5	3,4	1,7	0,5	1,1	3,8	-0,9	1,7	0,0	-0,8	-1,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,25	0,47
2025 Sept.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	0,48
Okt.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
Nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97	0,48
Dez.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,54
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Febr.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Japan	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 Aug.	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63
Sept.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Okt.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
Nov.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
Dez.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
2026 Jan.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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
2025	565,6	5 396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1 153,7	1 104,9	444,9	356,1	855,9	6 216,9	41 794,2
2025 Sept.	572,8	5 408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1 198,6	1 083,0	445,8	350,4	840,5	6 584,0	44 218,5
Okt.	594,4	5 641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1 246,9	1 194,5	478,4	354,1	905,0	6 735,7	48 521,1
Nov.	593,5	5 634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1 210,9	1 153,6	499,4	340,0	913,0	6 740,9	50 111,1
Dez.	604,4	5 730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1 214,5	1 167,1	498,3	337,6	902,9	6 853,0	50 162,4
2026 Jan.	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3
Febr.	640,9	6 051,7	1 028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1 294,1	1 265,9	559,5	390,5	903,5	6 893,8	56 480,9

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 Febr.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,74	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33
März	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32
April	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
Mai	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
Juni	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
Juli	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sept.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,73	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Okt.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dez.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Jan.	0,25	1,22	1,79	2,30	7,31	16,47	6,66	7,62	8,29	4,12	3,51	3,37	3,51	3,23	3,64	3,35

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 Febr.	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
März	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94
April	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80
Mai	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66
Juni	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60
Juli	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sept.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
Okt.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
Dez.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,53	3,40	3,70	3,29	3,45	3,57	3,57

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 Ursprungslaufzeiten¹⁾

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ²⁾							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten		
			Insgesamt	FMKGs				Insgesamt						FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kurzfristig															
2023	1 573,3	622,5	163,8	104,3	85,2	701,8	659,1	537,2	242,1	117,9	91,3	48,7	128,5	104,6	
2024	1 600,2	582,1	205,9	121,2	70,4	741,8	674,7	522,8	207,9	138,0	107,7	39,6	137,3	110,2	
2025	1 613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	557,6	228,8	152,8	123,9	41,3	134,7	107,8	
2025 Sept.	1 637,1	606,0	222,6	131,6	92,7	715,9	635,0	584,5	235,1	154,1	123,6	46,2	149,0	111,6	
Okt.	1 657,3	603,5	217,3	123,0	96,1	740,5	662,5	600,4	227,2	162,0	127,8	44,8	166,3	136,5	
Nov.	1 683,2	615,7	214,5	123,6	95,2	757,9	670,3	550,9	220,6	149,3	124,1	40,4	140,7	114,3	
Dez.	1 613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	481,7	172,7	157,8	137,9	28,6	122,5	93,3	
2026 Jan.	1 664,5	601,7	200,0	112,5	88,0	774,8	672,7	615,7	248,3	153,3	120,5	46,4	167,7	138,8	
Febr.	1 653,5	620,8	197,5	107,1	88,1	747,2	659,2	538,4	229,7	141,6	114,1	40,4	126,7	100,0	
Langfristig															
2023	19 426,7	4 447,6	3 244,6	1 433,6	1 545,2	10 189,3	9 450,2	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,3	130,8	
2024	20 540,3	4 776,1	3 512,5	1 527,9	1 644,2	10 607,5	9 835,6	351,3	89,5	86,0	35,1	27,0	148,8	138,1	
2025	21 411,0	4 895,0	3 759,3	1 688,1	1 743,7	11 013,0	10 220,6	385,5	93,7	103,1	44,3	30,9	157,8	146,8	
2025 Sept.	21 307,6	4 875,5	3 655,3	1 628,7	1 724,4	11 052,3	10 263,6	419,3	93,9	113,0	44,7	42,8	169,6	161,2	
Okt.	21 468,4	4 914,4	3 708,6	1 650,5	1 733,0	11 112,5	10 312,5	389,3	83,2	117,5	45,5	35,5	153,2	142,4	
Nov.	21 580,1	4 927,0	3 772,3	1 685,8	1 753,3	11 127,5	10 325,5	383,9	83,6	130,9	56,3	43,6	125,7	116,5	
Dez.	21 411,0	4 895,0	3 759,3	1 688,1	1 743,7	11 013,0	10 220,6	274,9	82,3	115,1	54,7	16,3	61,2	54,8	
2026 Jan.	21 717,8	4 942,7	3 765,5	1 678,9	1 767,1	11 242,6	10 429,1	540,8	143,3	97,5	28,4	37,1	262,9	235,8	
Febr.	21 986,3	4 990,5	3 805,5	1 683,0	1 780,1	11 410,3	10 584,0	381,6	89,9	84,8	28,4	23,8	183,1	169,2	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien¹⁾

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten				
			Insgesamt	FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2023	21 000,0	5 070,1	3 408,5	1 537,9	1 630,4	10 891,0	10 109,3	9 671,8	625,3	1 420,8	7 625,2
2024	22 140,4	5 358,2	3 718,4	1 649,1	1 714,6	11 349,3	10 510,3	10 150,1	755,1	1 588,2	7 806,4
2025	23 024,6	5 469,4	3 975,7	1 822,4	1 820,6	11 758,9	10 883,3	11 689,1	1 315,7	1 840,7	8 532,3
2025 Sept.	22 944,6	5 481,5	3 877,8	1 760,4	1 817,1	11 768,2	10 898,6	11 298,2	1 165,1	1 860,7	8 271,9
Okt.	23 125,7	5 517,8	3 925,9	1 773,4	1 829,0	11 852,9	10 975,0	11 514,3	1 164,3	1 846,4	8 503,2
Nov.	23 263,3	5 542,6	3 986,7	1 809,4	1 848,4	11 885,4	10 995,8	11 482,4	1 204,0	1 846,6	8 431,4
Dez.	23 024,6	5 469,4	3 975,7	1 822,4	1 820,6	11 758,9	10 883,3	11 689,1	1 315,7	1 840,7	8 532,3
2026 Jan.	23 382,3	5 544,4	3 965,5	1 791,4	1 855,1	12 017,4	11 101,9	11 938,8	1 364,6	1 819,5	8 754,3
Febr.	23 639,9	5 611,3	4 003,0	1 790,1	1 868,1	12 157,4	11 243,2	12 294,1	1 320,4	1 869,3	9 104,0
Wachstumsraten²⁾											
2025 Juli	5,5	4,9	9,3	10,9	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,5	0,0
Aug.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,5	4,5	-0,1	-0,5	-0,6	0,0
Sept.	5,1	3,8	9,4	11,5	3,3	4,7	4,6	0,0	0,7	-0,7	0,0
Okt.	5,1	3,9	9,5	10,1	3,1	4,6	4,6	-0,1	0,6	-0,8	0,0
Nov.	5,6	4,8	9,6	9,9	3,9	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,8	-0,1
Dez.	5,7	4,4	10,7	10,5	3,8	5,1	5,0	0,0	2,9	-1,9	-0,1
2026 Jan.	5,7	3,8	10,0	10,0	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
Febr.	5,6	4,4	9,7	8,9	4,8	4,9	4,7	0,0	2,3	-2,0	0,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-17						EWK-40	
	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
2023	97,9	93,9	97,8	88,9	67,1	86,3	122,1	94,4
2024	98,2	94,2	97,9	89,5	67,3	87,3	124,4	94,6
2025	100,4	96,3	101,6	.	.	.	128,3	96,5
2025 Q1	96,8	93,1	96,5	88,4	63,7	85,9	123,2	93,2
Q2	100,4	96,4	101,4	92,0	65,4	89,4	128,4	96,6
Q3	102,1	98,0	103,8	93,6	66,6	91,1	130,8	98,3
Q4	101,9	97,8	104,7	.	.	.	130,7	98,0
2025 Sept.	102,2	98,1	104,2	-	-	-	131,1	98,5
Okt.	101,9	97,7	104,3	-	-	-	130,6	97,9
Nov.	101,8	97,7	104,3	-	-	-	130,4	97,8
Dez.	102,2	98,0	105,4	-	-	-	131,1	98,2
2026 Jan.	101,8	97,7	105,2	-	-	-	130,7	97,8
Febr.	101,8	97,6	105,2	-	-	-	130,7	97,7
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2026 Febr.	-0,1	-0,1	0,1	-	-	-	0,0	-0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2026 Febr.	5,9	5,7	10,1	-	-	-	7,0	5,7

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Tschechische Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumänischer Leu 8	Schwedische Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
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
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 Q1	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
Q2	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
Q3	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
Q4	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2025 Sept.	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
Okt.	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
Nov.	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
Dez.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Febr.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>										
2026 Febr.	-0,2	-0,1	0,0	-1,5	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,4	-1,4	0,7
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>										
2026 Febr.	7,8	-3,3	0,1	-6,1	16,0	1,1	4,8	2,4	-5,4	-2,9	13,6

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2024 Q4	36 029,9	34 162,5	1 867,4	12 737,4	9 943,6	14 741,9	16 499,5	-2,1	7 157,8	7 719,5	1 394,8	16 706,8
2025 Q1	36 224,7	34 529,9	1 694,8	12 663,7	9 910,1	14 440,5	16 517,1	39,6	7 569,8	8 102,7	1 511,0	17 000,4
Q2	35 908,8	34 401,6	1 507,2	12 440,6	9 686,8	14 516,8	16 696,3	14,3	7 475,0	8 018,6	1 462,1	16 874,6
Q3	36 829,6	35 113,8	1 715,8	12 481,0	9 762,2	15 230,7	17 306,6	-0,5	7 496,2	8 045,0	1 622,2	16 957,3
Bestände in % des BIP												
2025 Q3	235,1	224,1	11,0	79,7	62,3	97,2	110,5	0,0	47,9	51,4	10,4	108,2
Transaktionen												
2025 Q1	829,5	731,2	98,3	138,1	51,1	220,4	210,1	-8,8	480,6	470,0	-0,8	-
Q2	314,2	231,7	82,6	-45,6	-46,6	203,5	186,7	0,5	147,0	91,6	8,8	-
Q3	294,6	259,8	34,8	25,1	30,1	268,4	195,5	-4,2	-0,5	34,2	5,8	-
Q4	201,4	182,3	19,1	60,1	-39,5	74,3	245,4	13,6	43,7	-23,5	9,8	-
2025 Juli	38,2	32,6	5,5	22,8	9,9	56,3	35,9	0,4	-41,5	-13,2	0,1	-
Aug.	140,0	161,6	-21,6	-5,3	19,2	86,4	65,5	-0,4	58,1	76,9	1,2	-
Sept.	116,5	65,6	50,9	7,6	1,0	125,7	94,1	-4,2	-17,1	-29,5	4,6	-
Okt.	206,0	208,1	-2,1	17,0	-5,8	31,6	83,5	8,7	147,9	130,4	0,8	-
Nov.	134,0	125,7	8,3	13,4	9,0	22,8	80,5	7,5	87,7	36,3	2,7	-
Dez.	-138,5	-151,5	12,9	29,8	-42,7	19,8	81,4	-2,6	-191,9	-190,1	6,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2025 Dez.	1 639,8	1 405,1	234,8	177,7	-4,9	766,6	837,6	1,1	670,9	572,4	23,5	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2025 Dez.	10,4	8,9	1,5	1,1	0,0	4,8	5,3	0,0	4,2	3,6	0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											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		12
Bestände												
2023	1 534,0	8 820,5	10 354,5	2 306,0	2 451,9	4 757,9	15 112,4	183,5	740,3	72,8	996,6	16 109,0
2024	1 554,5	9 048,7	10 603,2	2 545,4	2 455,2	5 000,6	15 603,8	253,8	880,6	38,3	1 172,7	16 776,5
2025	1 587,5	9 504,8	11 092,3	2 421,2	2 563,5	4 984,7	16 077,0	259,4	851,1	19,2	1 129,7	17 206,7
2025 Q1	1 558,2	9 124,4	10 682,6	2 488,7	2 487,0	4 975,7	15 658,3	241,9	894,8	43,6	1 180,3	16 838,6
Q2	1 563,9	9 242,9	10 806,8	2 402,9	2 513,4	4 916,3	15 723,1	257,5	920,1	26,6	1 204,2	16 927,3
Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 350,2	2 542,5	4 892,7	15 788,8	258,6	927,6	7,4	1 193,5	16 982,4
Q4 ^(p)	1 587,5	9 504,8	11 092,3	2 421,2	2 563,5	4 984,7	16 077,0	259,4	851,1	19,2	1 129,7	17 206,7
2025 Aug.	1 570,5	9 270,1	10 840,6	2 384,6	2 529,9	4 914,4	15 755,0	240,6	914,8	16,1	1 171,5	16 926,5
Sept.	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 350,2	2 542,5	4 892,7	15 788,8	258,6	927,6	7,4	1 193,5	16 982,4
Okt.	1 579,2	9 415,3	10 994,4	2 355,4	2 551,0	4 906,4	15 900,9	237,1	912,5	23,4	1 173,0	17 073,9
Nov.	1 585,5	9 473,6	11 059,0	2 407,4	2 558,2	4 965,6	16 024,7	251,7	902,0	22,2	1 175,9	17 200,6
Dez.	1 587,5	9 504,8	11 092,3	2 421,2	2 563,5	4 984,7	16 077,0	259,4	851,1	19,2	1 129,7	17 206,7
2026 Jan. ^(p)	1 597,0	9 628,4	11 225,4	2 410,9	2 568,3	4 979,3	16 204,7	237,3	862,0	40,7	1 140,0	17 344,7
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,4	-104,2	823,2	-149,2	39,8	93,6	23,3	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	206,0	5,9	211,9	414,7	75,6	129,8	-34,8	170,7	585,3
2025	33,0	465,2	498,2	-123,0	101,0	-22,0	476,2	10,2	-5,3	-11,6	-6,7	469,5
2025 Q1	3,7	94,5	98,2	-51,4	24,8	-26,6	71,6	-10,5	11,0	8,2	8,8	80,3
Q2	5,7	141,3	147,0	-75,5	26,0	-49,6	97,4	18,3	23,0	-16,9	24,5	121,9
Q3	11,0	80,4	91,4	-52,5	29,2	-23,3	68,1	1,4	4,8	-16,7	-10,5	57,5
Q4 ^(p)	12,6	149,1	161,7	56,5	21,0	77,5	239,2	0,9	-44,3	13,9	-29,5	209,7
2025 Aug.	3,6	29,6	33,1	-14,7	7,5	-7,2	25,9	-1,4	-4,1	-7,8	-13,3	12,6
Sept.	4,4	53,3	57,6	-33,9	12,8	-21,2	36,5	18,3	11,9	-8,1	22,1	58,6
Okt.	4,3	56,0	60,3	-14,8	8,4	-6,3	53,9	-22,1	-16,0	15,5	-22,6	31,3
Nov.	6,3	58,2	64,5	52,0	7,2	59,3	123,7	14,6	-11,3	0,4	3,7	127,4
Dez.	2,1	34,9	36,9	19,2	5,4	24,6	61,5	8,4	-17,0	-2,0	-10,5	51,0
2026 Jan. ^(p)	2,0	49,8	51,8	-25,8	3,2	-22,7	29,1	5,1	10,3	21,8	37,3	66,4
Wachstumsraten												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,2	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,0	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2025 Q1	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-41,1	10,7	3,7
Q2	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,7	11,0	3,4
Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
Q4 ^(p)	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2025 Aug.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	2,9	-0,1	7,7	-65,5	2,6	2,9
Sept.	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
Okt.	2,1	5,7	5,1	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-51,3	1,3	2,8
Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,0	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,2	2,1	3,0
Dez.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2026 Jan. ^(p)	2,2	5,8	5,3	-5,1	3,9	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	1,6	3,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2023	3 317,0	2 403,6	770,8	131,0	11,6	8 406,6	5 105,6	1 014,6	2 285,1	1,3	1 269,0	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,3	133,3	11,1	8 733,8	5 188,4	1 255,9	2 288,2	1,3	1 373,2	231,9	548,3
2025	3 504,8	2 575,3	772,6	150,3	6,6	8 990,0	5 472,2	1 137,5	2 379,0	1,3	1 476,5	224,6	553,0
2025 Q1	3 415,8	2 479,9	786,3	139,0	10,6	8 795,9	5 256,9	1 225,1	2 312,9	1,1	1 362,1	228,7	539,4
Q2	3 439,3	2 506,4	779,8	143,8	9,3	8 844,8	5 334,0	1 175,6	2 334,1	1,1	1 354,9	233,3	544,3
Q3	3 469,1	2 538,4	779,0	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 139,5	2 361,9	1,1	1 333,8	229,2	537,3
Q4 ^(p)	3 504,8	2 575,3	772,6	150,3	6,6	8 990,0	5 472,2	1 137,5	2 379,0	1,3	1 476,5	224,6	553,0
2025 Aug.	3 464,4	2 525,2	784,9	145,0	9,3	8 884,1	5 372,3	1 160,9	2 349,9	1,1	1 305,4	226,5	544,8
Sept.	3 469,1	2 538,4	779,0	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 139,5	2 361,9	1,1	1 333,8	229,2	537,3
Okt.	3 473,5	2 556,2	763,3	147,8	6,1	8 932,6	5 422,9	1 139,8	2 368,9	1,0	1 383,1	223,7	546,0
Nov.	3 492,5	2 565,0	773,1	148,7	5,7	8 963,9	5 452,1	1 137,1	2 373,9	0,9	1 442,9	221,6	570,1
Dez.	3 504,8	2 575,3	772,6	150,3	6,6	8 990,0	5 472,2	1 137,5	2 379,0	1,3	1 476,5	224,6	553,0
2026 Jan. ^(p)	3 533,6	2 600,7	775,7	152,7	4,5	9 079,5	5 553,0	1 144,8	2 380,7	1,0	1 411,2	240,1	580,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,9	-99,2	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,6	2,9	0,2	289,8	48,7	236,4	4,7	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,2	111,9	-12,7	16,9	0,0	262,4	294,9	-116,1	83,6	-0,1	76,4	-4,8	3,3
2025 Q1	7,7	6,2	-3,9	5,5	-0,2	63,5	75,9	-30,2	18,0	-0,3	-2,2	-2,3	-9,2
Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,5	20,7	0,0	9,8	5,9	4,9
Q3	34,4	32,6	-0,5	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,8	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,2
Q4 ^(p)	38,0	38,7	-5,9	4,6	0,6	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	92,6	-4,4	14,9
2025 Aug.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	17,3	-12,5	6,8	0,1	-2,4	3,2	-3,0
Sept.	9,9	14,0	-5,4	0,8	0,5	19,5	28,7	-21,2	12,0	0,0	25,9	2,8	-7,7
Okt.	3,5	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,2	-5,6	8,1
Nov.	19,1	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,6	-2,1	24,1
Dez.	15,4	12,2	0,6	1,6	0,9	26,3	20,6	0,1	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,3
2026 Jan. ^(p)	3,1	2,5	0,3	2,3	-2,1	35,8	40,5	-4,6	0,1	-0,3	-41,0	8,9	25,4
Wachstumsraten													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,2	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,2	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Q1	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,8	2,6	-0,5
Q2	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,1
Q3	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4 ^(p)	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Aug.	2,8	5,2	-5,8	14,5	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,6	4,1	0,3
Sept.	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Okt.	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,8	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
Nov.	3,5	5,4	-3,6	14,3	-26,7	3,1	5,8	-9,6	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dez.	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Jan. ^(p)	3,4	5,1	-2,9	12,8	-38,4	3,2	6,1	-9,1	3,4	-15,6	4,8	3,2	5,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 045,4	13 251,0	5 130,8	6 649,1	1 127,6	137,8	1 559,1	896,5
2024	6 251,0	986,9	5 238,3	15 788,1	13 258,1	13 502,0	5 189,1	6 678,6	1 251,3	139,1	1 578,8	951,2
2025	6 295,1	1 020,3	5 248,6	16 248,4	13 630,8	13 904,3	5 294,3	6 853,2	1 336,3	147,1	1 571,9	1 045,6
2025 Q1	6 267,5	996,6	5 245,0	15 868,4	13 333,9	13 589,1	5 203,4	6 722,3	1 271,1	137,2	1 562,0	972,4
Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,6	15 955,8	13 410,2	13 679,7	5 214,0	6 767,1	1 284,5	144,6	1 571,0	974,6
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,4	13 447,9	13 720,7	5 243,8	6 808,9	1 259,1	136,1	1 566,9	1 006,6
Q4	6 295,1	1 020,3	5 248,6	16 248,4	13 630,8	13 904,3	5 294,3	6 853,2	1 336,3	147,1	1 571,9	1 045,6
2025 Aug.	6 264,1	1 013,8	5 224,2	15 997,1	13 422,4	13 698,3	5 237,5	6 794,2	1 253,8	136,9	1 575,0	999,7
Sept.	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,4	13 447,9	13 720,7	5 243,8	6 808,9	1 259,1	136,1	1 566,9	1 006,6
Okt.	6 309,3	1 025,3	5 257,9	16 115,6	13 520,8	13 791,8	5 257,2	6 817,9	1 311,1	134,6	1 572,6	1 022,2
Nov.	6 310,4	1 026,4	5 258,0	16 209,1	13 578,5	13 847,0	5 266,9	6 836,2	1 338,0	137,4	1 589,9	1 040,7
Dez.	6 295,1	1 020,3	5 248,6	16 248,4	13 630,8	13 904,3	5 294,3	6 853,2	1 336,3	147,1	1 571,9	1 045,6
2026 Jan.	6 373,4	1 039,7	5 307,5	16 360,7	13 711,2	13 983,4	5 309,9	6 898,5	1 351,6	151,2	1 589,9	1 059,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	273,7	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,7	33,3	16,2	456,0	406,1	440,3	144,3	187,4	66,1	8,3	-4,4	54,3
2025 Q1	37,6	9,3	28,2	103,0	98,2	109,2	27,6	48,5	24,2	-2,0	-13,7	18,4
Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
Q3	19,1	8,3	10,7	66,2	45,9	48,2	33,3	44,7	-23,7	-8,4	-6,7	26,9
Q4	10,0	4,5	5,4	181,8	166,4	176,1	56,7	48,4	50,3	10,9	6,0	9,4
2025 Aug.	-15,7	1,3	-17,0	20,9	7,6	15,3	15,9	15,3	-22,9	-0,7	3,1	10,1
Sept.	18,7	2,4	16,3	26,6	31,2	27,9	11,4	16,1	4,5	-0,7	-8,3	3,7
Okt.	8,3	8,1	0,2	67,3	51,1	55,8	51,1	10,0	29,6	-1,6	3,8	12,4
Nov.	5,4	1,3	4,2	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
Dez.	-3,7	-4,8	1,0	41,6	55,4	62,4	31,7	19,3	-5,3	9,7	-15,9	2,1
2026 Jan.	51,6	17,6	33,9	69,0	42,2	40,4	-3,2	18,0	27,6	-0,2	16,6	10,2
Wachstumsraten												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2025 Q1	0,5	1,8	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,5	9,0	-0,7	-0,9	4,9
Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,6	11,0	0,8	4,7
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,3
Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2025 Aug.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,3	3,2	1,9	1,0	7,2
Sept.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,3
Okt.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
Nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
Dez.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2026 Jan.	0,9	4,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,6	2,8	6,6	7,0	0,9	5,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾ (in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2023	5 130,8	5 135,7	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,2	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,1	5 199,9	930,7	1 097,7	3 160,7	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2
2025	5 294,3	5 323,7	949,8	1 121,3	3 223,2	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2025 Q1	5 203,4	5 224,1	926,5	1 112,4	3 164,5	6 722,3	6 971,8	750,4	5 294,0	677,9
Q2	5 214,0	5 250,1	929,7	1 114,7	3 169,6	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 243,8	5 282,0	926,6	1 126,7	3 190,5	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,3	5 323,7	949,8	1 121,3	3 223,2	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2025 Aug.	5 237,5	5 274,6	929,5	1 123,2	3 184,8	6 794,2	7 045,4	764,1	5 357,1	673,0
Sept.	5 243,8	5 282,0	926,6	1 126,7	3 190,5	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Okt.	5 257,2	5 290,7	935,3	1 126,0	3 195,9	6 817,9	7 074,0	771,1	5 373,9	673,0
Nov.	5 266,9	5 300,8	938,5	1 123,4	3 204,9	6 836,2	7 093,3	775,3	5 386,8	674,1
Dez.	5 294,3	5 323,7	949,8	1 121,3	3 223,2	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,5	672,6
2026 Jan.	5 309,9	5 340,4	953,6	1 122,7	3 233,6	6 898,5	7 156,3	789,7	5 436,1	672,8
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,5	21,8	14,6	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2025	144,3	156,5	31,4	34,8	78,0	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 Q1	27,6	35,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,9	8,7	39,8	0,0
Q2	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
Q3	33,3	34,7	-1,4	12,0	22,7	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	56,7	48,6	26,0	-5,0	35,7	48,4	61,7	11,9	34,6	1,9
2025 Aug.	15,9	17,8	2,7	4,1	9,1	15,3	15,8	4,2	11,5	-0,4
Sept.	11,4	12,1	0,6	4,0	6,8	16,1	17,0	3,8	12,3	-0,1
Okt.	13,1	8,4	8,3	-2,1	6,9	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
Nov.	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dez.	31,7	27,8	13,1	-0,9	19,4	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,2
2026 Jan.	-3,2	-3,0	-5,6	0,5	1,9	18,0	17,1	1,9	16,0	0,1
Wachstumsraten										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q1	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7
Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,8	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Aug.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,3	2,5	4,8	2,3	-0,1
Sept.	2,8	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Okt.	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1
Nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dez.	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,6	2,8	3,1	2,8	2,4	2,8	3,0	5,1	2,8	0,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2023	476,9	7 337,9	1 826,7	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 856,0	1 842,3	117,2	2 595,7	3 300,8	2 664,2	325,1	140,4	136,0
2025	398,5	8 368,7	1 872,6	131,7	2 623,2	3 741,2	3 242,2	188,1	326,5	238,4
2025 Q1	388,3	7 934,8	1 834,8	121,7	2 576,4	3 401,9	2 795,3	230,5	182,9	161,3
Q2	410,9	7 908,1	1 833,7	129,6	2 562,0	3 382,8	2 829,8	186,2	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	143,3	168,3	168,6
Q4 ^(p)	398,5	8 368,7	1 872,6	131,7	2 623,2	3 741,2	3 242,2	188,1	326,5	238,4
2025 Aug.	412,7	7 967,6	1 839,6	132,9	2 575,7	3 419,5	2 885,2	160,4	206,3	179,4
Sept.	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	143,3	168,3	168,6
Okt.	441,4	8 220,4	1 852,9	132,4	2 618,3	3 616,8	3 185,9	124,9	366,3	251,8
Nov.	423,0	8 325,1	1 874,9	131,8	2 617,1	3 701,3	3 257,1	172,1	405,3	266,9
Dez.	398,5	8 368,7	1 872,6	131,7	2 623,2	3 741,2	3 242,2	188,1	326,5	238,4
2026 Jan. ^(p)	481,6	8 602,0	1 884,7	132,3	2 615,3	3 969,8	3 536,2	158,1	398,7	250,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	284,7	15,6	26,7	169,7	72,8	530,5	35,7	-11,7	-16,7
2025	2,2	191,2	33,2	16,3	101,5	40,1	300,1	-142,9	21,0	32,5
2025 Q1	-7,2	1,7	-4,3	5,6	4,3	-3,9	23,3	-89,2	42,4	25,3
Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,0	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-34,2	-9,6	2,7
Q4 ^(p)	-32,5	111,7	24,1	-0,8	34,5	54,0	86,1	10,9	-6,9	-0,2
2025 Aug.	15,7	8,7	4,4	0,3	0,2	3,8	14,2	17,6	32,8	12,4
Sept.	17,4	17,8	3,4	0,3	18,9	-4,9	53,6	-5,2	-38,0	-10,7
Okt.	10,4	20,6	6,1	-0,2	20,6	-5,9	31,3	-44,6	63,1	20,9
Nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	35,9	42,0	8,8	7,5
Dez.	-24,5	43,9	-4,0	0,0	13,9	34,1	19,0	13,6	-78,8	-28,6
2026 Jan. ^(p)	73,5	5,8	10,5	0,5	2,9	-8,1	66,0	-41,0	71,0	10,3
Wachstumsraten										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,9	29,5	7,1	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Q1	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,4	2,6	-	-	2,7	-7,4
Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
Q4 ^(p)	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Aug.	-3,1	2,3	1,1	19,6	2,9	1,8	-	-	6,8	5,1
Sept.	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
Okt.	2,1	2,1	1,2	16,4	3,7	1,1	-	-	36,4	10,1
Nov.	0,1	2,6	2,1	15,2	3,6	1,8	-	-	34,0	19,0
Dez.	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Jan. ^(p)	15,2	2,5	2,5	12,6	4,1	0,8	-	-	42,3	24,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2024 Q4	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,0
Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen					Vermögens- wirksame Einnahmen	Ausgaben					Vermögens- wirksame Ausgaben	
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ins- gesamt		Laufende Ausgaben				Ins- gesamt		
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern			Nettosozial- beiträge	Arbeitsnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben			Sozial- ausgaben
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	46,9	46,1	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	45,7	13,3	12,9	14,6	0,8	49,9	44,7	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	45,9	45,0	13,1	12,4	14,5	0,9	49,4	44,0	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2024 Q4	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2025 Q1	46,6	45,8	13,3	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
Q2	46,7	45,9	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
Q3	46,7	45,9	13,3	12,4	15,0	0,7	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	23,0	5,0

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

6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,5	40,9	39,3	9,8	84,0	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,3	2,6	13,1	73,5	52,4	39,5	36,9	8,6	80,7	16,0	28,3	45,1	88,4	0,9
2023	87,0	2,4	12,1	72,5	49,1	35,7	37,8	7,8	79,2	14,9	27,9	44,1	86,2	0,8
2024	87,1	2,2	11,8	73,1	46,7	33,7	40,4	7,7	79,4	14,4	28,2	44,5	86,3	0,8
2024 Q4	87,1	2,2	11,8	73,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 Q1	87,7	2,3	11,6	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,2	2,2	11,7	74,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,5	2,3	11,8	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenz	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-6,2	5,1	
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7	
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6	
2024	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1	
2024 Q4	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1	
2025 Q1	0,3	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3	
Q2	0,5	1,0	0,8	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5	
Q3	0,8	1,1	1,0	0,7	0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,3	3,9	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 Q1	12,3	10,8	3,7	1,4	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,4	2,9
Q2	12,8	11,3	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
Q3	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
Q4	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 Aug.	13,0	11,5	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7
Sept.	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6
Okt.	13,2	11,7	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,9	2,8	2,6
Nov.	13,2	11,7	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,6	2,3	1,9	2,8	2,5
Dez.	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 Jan.	13,1	11,6	4,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 Q4	-4,4	-2,7	-1,7	4,1	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 Q1	-4,6	-2,4	-1,2	4,1	2,5	-3,2	-5,8	-2,6	-3,4	4,2
Q2	-4,7	-2,2	-1,1	3,8	2,2	-3,2	-5,7	-3,0	-3,0	4,1
Q3	-5,1	-2,3	-1,1	1,4	2,6	-2,9	-5,6	-3,1	-3,2	3,5
Verschuldung										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 Q4	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 Q1	106,0	62,0	23,9	34,5	152,9	103,4	114,2	58,3	137,4	62,1
Q2	106,2	62,3	23,2	33,4	151,9	103,5	115,9	57,5	138,3	61,4
Q3	107,1	63,0	22,9	32,8	149,7	103,2	117,7	57,2	137,8	60,6
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 Q4	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 Q1	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,1
Q2	-1,7	-1,8	-0,4	-4,3	-1,5	-4,9	0,6	-1,8	-4,8	-3,8
Q3	-2,2	-1,7	-0,9	-3,9	-1,6	-4,6	0,4	-1,7	-4,6	-3,4
Verschuldung										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 Q4	46,6	38,0	26,3	46,0	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 Q1	45,4	40,4	26,2	46,6	43,2	83,0	95,0	69,5	63,2	84,2
Q2	48,0	39,1	25,2	46,8	42,7	82,2	96,7	69,3	62,9	88,5
Q3	45,2	40,7	27,9	46,5	42,4	83,7	97,6	67,6	62,3	86,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2026

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 18. März 2026.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-26-053-DE-N (Online-Version)