

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2025

Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturentwicklung	15
3 Preise und Kosten	25
4 Finanzmarktentwicklungen	32
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	37
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	45
Kästen	49
1 Einführung des Euro in Bulgarien	49
2 Die Schwierigkeiten und Grenzen textbasierter Indikatoren der handelspolitischen Unsicherheit	57
3 Echtzeitüberwachung des Handels: Erweiterung der Nowcasting-Instrumente durch Satellitendaten	63
4 Aktuelle Erkenntnisse zur Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte und ihren jüngsten Bestimmungsfaktoren	71
5 Haben Wohnimmobilien wieder an Reiz gewonnen? Erkenntnisse aus einer neuen umfragebasierten Sharpe-Ratio	78
6 Arbeitskräftehortung und Erwartungen der Unternehmen	84
7 Betrachtung des Warenkorbs für Nahrungsmittel: Gründe für den jüngsten Preisauftrieb	90
8 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 30. Juli bis zum 4. November 2025	98
Aufsätze	104
1 Das noch ungenutzte Potenzial des EU-Binnenmarkts	104
2 Kurzfristige Konjunkturprognosen für den Euroraum in einer unsicheren Welt	128
Statistik	146

Abkürzungen

Länder

		LU	Luxemburg
BE	Belgien	HU	Ungarn
BG	Bulgarien	MT	Malta
CZ	Tschechische Republik	NL	Niederlande
DK	Dänemark	AT	Österreich
DE	Deutschland	PL	Polen
EE	Estland	PT	Portugal
IE	Irland	RO	Rumänien
GR	Griechenland	SI	Slowenien
ES	Spanien	SK	Slowakei
FR	Frankreich	FI	Finnland
HR	Kroatien	SE	Schweden
IT	Italien	UK	Vereinigtes Königreich
CY	Zypern	JP	Japan
LV	Lettland	US	Vereinigte Staaten
LT	Litauen	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 18. Dezember 2025, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Seine aktualisierte Beurteilung bestätigte erneut, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht beim Zielwert von 2 % stabilisieren dürfte.

Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2025 eine Gesamtinflation von durchschnittlich 2,1 % für 2025, 1,9 % für 2026, 1,8 % für 2027 und 2,0 % für 2028. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gehen die Fachleute von durchschnittlich 2,4 % für 2025, 2,2 % für 2026, 1,9 % für 2027 und 2,0 % für 2028 aus. Für 2026 wurde die Inflation nach oben revidiert. Dies hing vor allem damit zusammen, dass nun mit einem langsameren Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen gerechnet wird. Das Wirtschaftswachstum dürfte höher ausfallen als in den September-Projektionen von Fachleuten der EZB angenommen und dürfte dabei vor allem durch die Binnennachfrage getragen werden. Das Wachstum wurde für 2025 auf 1,4 %, für 2026 auf 1,2 % und für 2027 auf 1,4 % nach oben revidiert. Für 2028 wird weiterhin von 1,4 % ausgegangen.

Der EZB-Rat ist entschlossen, dafür zu sorgen, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht 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.

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft zeigt sich widerstandsfähig. Sie wuchs im dritten Quartal um 0,3 %, was in erster Linie auf einen stärkeren Konsum und höhere Investitionen zurückzuführen war. Auch die Exporte zogen an, wozu chemische Erzeugnisse einen erheblichen Beitrag leisteten. Bei der sektoralen Zusammensetzung des Wachstums spielten Dienstleistungen und hier insbesondere die Informations- und Kommunikationsbranche die Hauptrolle. In der Industrie und im Baugewerbe blieb die Wirtschaftstätigkeit indes unverändert. Dieses Muster eines vom Dienstleistungssektor angetriebenen Wachstums dürfte sich auf kurze Sicht fortsetzen.

Die Wirtschaft profitiert von einem robusten Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote betrug im Oktober 6,4 % und lag damit nahe ihrem historischen Tiefstand. Die Beschäftigung wuchs im dritten Quartal um 0,2 %. Zugleich kühlte sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter ab, und die Vakanzquote erreichte ihren niedrigsten Stand seit der Covid-19-Pandemie.

Vor dem Hintergrund robuster Arbeitsmärkte mit Rekordtiefständen bei den Arbeitslosenquoten dürfte die Binnennachfrage – gestützt durch steigende Reallöhne und Beschäftigung – die wichtigste Antriebskraft des Wachstums im Euroraum bleiben. Die 2025 angekündigten zusätzlichen Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung, insbesondere in Deutschland, dürften neben den verbesserten Finanzierungsbedingungen infolge der seit Juni 2024 erfolgten Leitzinssenkungen ebenfalls zur Stützung der Binnenwirtschaft beitragen. Außenwirtschaftlich birgt die Wettbewerbsfähigkeit weiterhin Herausforderungen, die zum Teil struktureller Art sind. Dennoch dürften die Exporte 2026 wieder anziehen. Diese Verbesserung ergibt sich aus einer Erholung der Auslandsnachfrage aufgrund nachlassender handelspolitischer Unsicherheit, wenngleich die Auswirkungen höherer Zölle allmählich zum Tragen kommen. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Projektionen zufolge 2025 bei 1,4 %, 2026 bei 1,2 %, 2027 bei 1,4 % und 2028 bei 1,4 % liegen. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2025 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum im gesamten Projektionszeitraum nach oben revidiert. Grund hierfür sind unerwartet gute Daten, eine verringerte handelspolitische Unsicherheit, eine stärkere Auslandsnachfrage und niedrigere Preise für Energierohstoffe.

Der EZB-Rat betont, dass es im aktuellen geopolitischen Umfeld dringend notwendig ist, den Euroraum und dessen Wirtschaft zu stärken. Er begrüßt die Forderung der Europäischen Kommission, dass die Regierungen tragfähige öffentliche Finanzen, strategische Investitionen und wachstumsfördernde Strukturreformen priorisieren sollten. Das Potenzial des Binnenmarkts voll auszuschöpfen, ist von entscheidender Bedeutung. Zudem ist es unerlässlich, die Kapitalmarktintegration weiter voranzutreiben, indem die Spar- und Investitionsunion sowie die Bankenunion nach einem ehrgeizigen Zeitplan vollendet werden, und die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden.

Inflation

Die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate im Euroraum bewegt sich seit Frühjahr 2025 in einer engen Bandbreite und blieb im November bei 2,1 %. Die Energiepreise waren im November 0,5 % niedriger als vor Jahresfrist, nachdem sie im Oktober 2025 stärker gesunken waren. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln lag bei 2,4 % nach 2,5 % im Oktober und 3,0 % im September. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel lag stabil bei 2,4 %. Waren und Dienstleistungen zeigten gegenläufige Entwicklungen. Der Preisauftrieb bei Waren ging im November auf 0,5 % zurück (nach 0,6 % im Oktober und 0,8 % im September). Die Teuerung bei Dienstleistungen stieg im Oktober auf 3,4 % und im November auf 3,5 %, nachdem sie im September bei 3,2 % gelegen hatte.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den letzten Monaten nur wenig verändert und stehen weiterhin mit dem mittelfristigen 2-%-Ziel des EZB-Rats im Einklang. Während das Wachstum der Stückgewinne im dritten Quartal 2025 unverändert blieb, wurde bei den Lohnstückkosten eine etwas höhere Zuwachsrate verzeichnet als im zweiten Quartal. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich auf Jahressicht um 4,0 %. Dies war mehr als in den September-Projektionen erwartet und ist auf über die Tariflöhne hinausgehende Zahlungen zurückzuführen. Zukunftgerichtete Indikatoren wie die EZB-Indikatoren für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten darauf hin, dass das Lohnwachstum in den kommenden Quartalen nachlassen wird, bevor es sich gegen Ende 2026 bei etwas weniger als 3 % stabilisieren wird.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei rund 2 %. Dies begünstigt eine Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts des EZB-Rats. Die Inflation wird den Projektionen zufolge von 2,1 % (2025) auf zunächst 1,9 % (2026) und dann auf 1,8 % (2027) zurückgehen, bevor sie 2028 auf das mittelfristige Ziel von 2 % ansteigt. Der für Anfang 2026 erwartete Rückgang der Gesamtinflation ergibt sich aus einem abwärtsgerichteten Basiseffekt, der von den Energiepreisen ausgeht. Aber auch bei den Nicht-Energie-Komponenten dürfte die Inflation im gesamten Jahr 2026 weiter nachlassen. Der Beitrag des Preisauftriebs bei Energie zur Gesamtinflation dürfte bis Ende 2027 gedämpft bleiben und 2028 deutlich zunehmen, denn die erwartete Einführung des EU-Emissionshandelssystems 2 (EU-EHS 2) dürfte die Gesamtinflation um 0,2 Prozentpunkte ansteigen lassen. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie wird den Erwartungen zufolge von 2,5 % im Jahr 2025 auf 2,2 % im Jahr 2026 und anschließend auf 2,0 % in den Jahren 2027 und 2028 sinken. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln wird den Projektionen zufolge merklich zurückgehen, da die Auswirkungen früherer Preissteigerungen bei globalen Nahrungsmittelrohstoffen und widriger Witterungsbedingungen im Sommer nachlassen. Sie dürfte sich Ende 2026 bei Werten von etwas über 2 % stabilisieren. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte von 2,4 % im Jahr 2025 auf 2,0 % im Jahr 2028 sinken. Hintergrund dieser Erwartung ist, dass die Teuerung bei Dienstleistungen aufgrund des nachlassenden Arbeitskostendrucks zurückgeht und die frühere Aufwertung des Euro auf die Preissetzungskette durchwirkt, wodurch die Teuerung bei Waren gedämpft wird. Das Lohnwachstum dürfte 2026 weiterhin moderat bleiben und sich schließlich bei rund 3 % stabilisieren, getragen von einem robusten Arbeitsmarkt und einem Produktivitätswachstum von knapp 1 %. Der Anstieg der Lohnstückkosten dürfte nachlassen, wenngleich die Auswirkungen auf die Inflation durch eine allmähliche Erholung der Gewinnspannen im Projektionszeitraum voraussichtlich teilweise aufgehoben werden.

Gegenüber den Projektionen vom September 2025 wurden die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation für 2026 um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert. Grund hierfür waren überraschende Daten zur HVPI-Inflation und zum Lohnwachstum. Letztere führten zu einer deutlichen Aufwärtsrevision der Lohnaussichten. Die Projektion zur HVPI-Inflation für 2027 wurde leicht nach unten revidiert. Ursächlich hierfür war die Erwartung eines geringeren Beitrags des Preisauftriebs bei Energie,

da nun davon auszugehen ist, dass die Einführung des EU-EHS 2 von 2027 auf 2028 verschoben wird. Allerdings dürfte dieser Beitrag zum Teil durch eine stärkere Teuerung bei den Dienstleistungen ausgeglichen werden.

Risikobewertung

Die handelspolitischen Spannungen haben zwar nachgelassen; das nach wie vor volatile internationale Umfeld könnte jedoch Störungen bei den Lieferketten verursachen, die Exporte dämpfen und den Konsum sowie die Investitionen belasten. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten könnte zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen, einer größeren Risikoaversion und schwächerem Wachstum führen. Geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, sind nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Dagegen könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur im Verbund mit produktivitätssteigernden Reformen das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln. Eine Zunahme des Vertrauens könnte die privaten Ausgaben stimulieren.

In Anbetracht des nach wie vor volatilen internationalen Umfelds sind die Inflationsaussichten weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich. Die Inflation könnte niedriger ausfallen, wenn die Anhebung der US-Zölle die Nachfrage nach Exporten des Euroraums verringert und Länder mit Überkapazitäten ihre Exporte in den Euroraum erhöhen. Darüber hinaus könnte ein stärkerer Euro die Inflation deutlicher dämpfen als erwartet. Eine höhere Volatilität und Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und damit auch die Inflation verringern. Dagegen könnte die Inflation höher ausfallen, wenn noch stärker fragmentierte globale Lieferketten die Importpreise in die Höhe treiben, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Eine langsamere Abnahme des Lohndrucks könnte den Rückgang der Teuerungsrate bei Dienstleistungen verzögern. Auch eine Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflation auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Extremwetterereignisse und allgemein die fortschreitende Klima- und Umweltkrise könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 30. Oktober gestiegen. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen sind seit dem Sommer weitgehend stabil geblieben, nachdem sie als Reaktion auf die früheren Leitzinssenkungen gesunken waren. Im Oktober lagen sie gegenüber dem Vormonat unverändert bei 3,5 %. Die Kosten der marktisierten Fremdfinanzierung betrugen 3,4 % und lagen damit ebenfalls in der Nähe ihres Stands vom September. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite belief sich auch im Oktober unverändert auf 3,3 %.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen betrug im Oktober wie im September 2,9 %. Die Emission von Unternehmensanleihen stieg um 3,2 % und blieb damit ebenfalls weitgehend unverändert. Die Vergabe von Hypothekarkrediten erhöhte sich um 2,8 %, verglichen mit 2,6 % im September.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie der EZB beurteilte der EZB-Rat eingehend den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität. Demnach sind die Banken im Euroraum widerstandsfähig und werden durch starke Kapital- und Liquiditätsquoten, eine solide Aktivaqualität und eine robuste Ertragslage gestützt. Die geopolitische Unsicherheit und die Möglichkeit einer plötzlichen Kurskorrektur an den Finanzmärkten stellen jedoch Risiken für die Finanzstabilität im Euroraum dar. Die makroprudanzielle Politik stellt weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen das Entstehen von Anfälligen im Finanzsektor dar. Sie erhöht die Widerstandsfähigkeit und sichert den makroprudanziellen Spielraum.

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 18. Dezember 2025, 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 die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

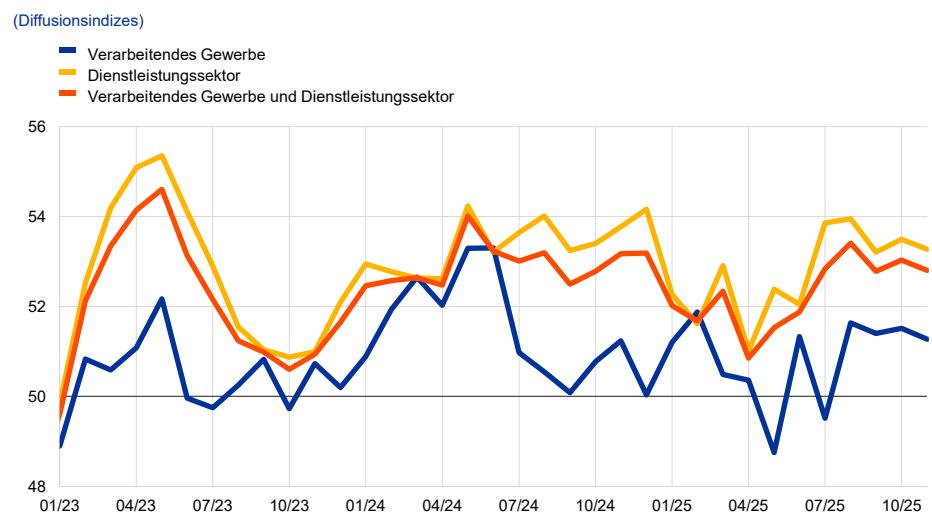
1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft hat sich bislang trotz des von den Zöllen und der erhöhten Unsicherheit ausgehenden Gegenwinds gut behauptet. Diese Widerstandsfähigkeit lässt sich vor allem auf die Investitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI-bezogene Investitionen) zurückführen, die besonders in den Vereinigten Staaten zu Buche schlagen. Diese Investitionen verleihen dem internationalen Handel mit Technologieprodukten Auftrieb und lassen die Gewinne an den Aktienmärkten steigen, führen aber auch zu Bedenken hinsichtlich der Bewertungen. Die negativen Auswirkungen der Handelsspannungen und der Unsicherheit wurden zum Teil auch durch wachstumsfördernde Maßnahmen der Politik in verschiedenen großen Volkswirtschaften abgemildert. Andere positive Entwicklungen tragen zur Entspannung der weltwirtschaftlichen Lage bei. Hierzu gehören gesunkene Ölpreise, günstigere Finanzierungsbedingungen, niedrigere Zölle und eine etwas geringere politische Unsicherheit. Infolgedessen wurden die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2025 enthaltenen weltweiten Wachstumsaussichten gegenüber den vorangegangenen Projektionen geringfügig nach oben revidiert, obschon sie im Vergleich zu ihrem vor der Corona-Pandemie verzeichneten Durchschnitt weiterhin verhalten sind. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Gesamtinflation in den großen Industrie- und Schwellenländern dürfte sich allmählich abschwächen und dabei etwas schneller sinken als in den vorangegangenen Projektionen vorausgesagt.

Die Weltwirtschaft hat sich bislang ungeachtet des von den Zöllen und der erhöhten Unsicherheit ausgehenden Gegenwinds gut behauptet. Die aktuellen Daten für das dritte Quartal 2025 deuten auf eine leichte Abschwächung der globalen Wirtschaftstätigkeit gegenüber dem zweiten Quartal hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) ist seit dem Sommer leicht gesunken und belief sich im November auf 52,8 Punkte (siehe Abbildung 1). Laut diesem aus Umfragen gewonnenen Indikator kühlte sich die Konjunktur in den meisten großen Volkswirtschaften im November ab. In den Vereinigten Staaten wurde die rückläufige Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor teilweise durch eine Verbesserung im verarbeitenden Gewerbe ausgeglichen. Unterdessen kam es in China in beiden Sektoren zu Eintrübungen. Die auf Länderebene veröffentlichten Daten für das dritte Quartal bestätigen weitgehend die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2025 angenommene Abschwächung.

Abbildung 1

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



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

Anmerkung: Die Linie auf Höhe von 50 Indexpunkten stellt die Wachstumsschwelle dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

In nächster Zeit dürften verschiedene positive Entwicklungen die Weltwirtschaft stützen. Hierunter fallen gesunkene Ölpreise, günstigere Finanzierungsbedingungen, niedrigere Zölle vor allem zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie eine etwas geringere politische Unsicherheit. Auch überraschend positive Wirtschaftsdaten in einigen großen Volkswirtschaften haben zu einer leichten Aufhellung der globalen Wachstumsaussichten beigetragen. Dennoch fällt der Ausblick nach wie vor verhalten aus, vergleicht man ihn mit dem vor der Pandemie verbuchten Durchschnitt. Das weltweite Wachstum sollte den Schätzungen nach 2025 bei 3,5 % liegen und 2026 dann auf 3,3 % sinken.¹ Den Eurosystem-Projektionen zufolge wird diese gedämpfte Dynamik auch 2027 und 2028 anhalten.

Die leichte Anhebung der globalen Wachstumsprognose gegenüber den vorangegangenen Projektionen ist hauptsächlich den verbesserten Wachstumsaussichten für die USA und für China geschuldet. Der Wachstumsausblick für die Vereinigten Staaten wurde nicht nur wegen der niedrigeren Zölle, sondern auch wegen der Binnennachfrage, die sich als widerstandsfähiger als zuvor erwartet erwies, leicht nach oben revidiert. Gestützt wird die Binnennachfrage auf kurze Sicht von den positiven Vermögenseffekten, die von der jüngsten Entwicklung der Aktienkurse herrühren, sowie von den Annahmen bezüglich insgesamt höherer Haushaltsausgaben. Die Projektionen zum Wachstum des realen BIP in China wurden für 2025 und 2026 ebenfalls geringfügig nach oben revidiert. Dahinter verbargen sich eine unerwartet starke Exportdynamik und die Annahme, dass die finanzpolitischen Impulse kräftiger ausfallen dürften als bislang erwartet. Die

¹ Siehe hierzu auch EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2025.

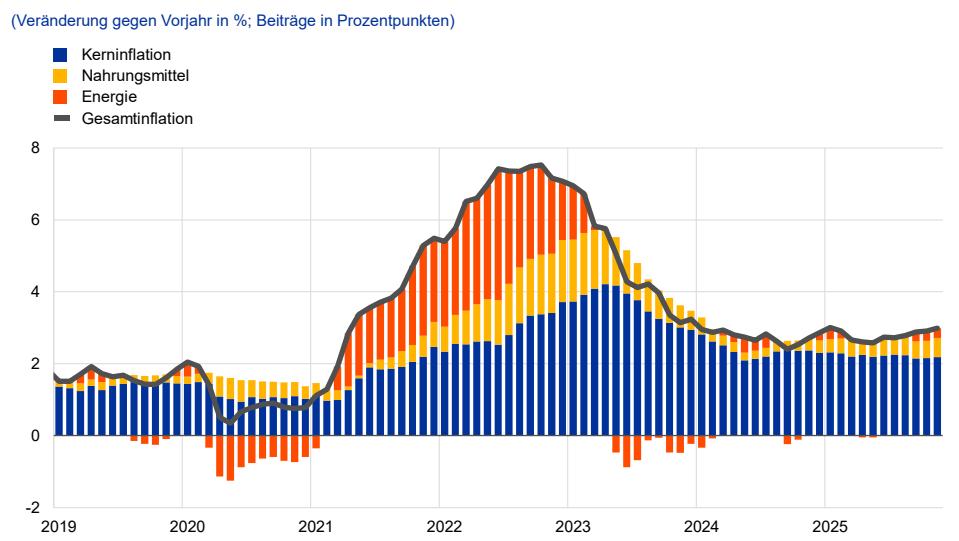
Wachstumsaussichten für das Vereinigte Königreich wurden aufgrund der geplanten Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung leicht nach unten revidiert.

Die Risiken im Hinblick auf die globalen Wachstumsaussichten und die weltweiten Inflationsaussichten stellen sich allmählich ausgewogener dar. So haben die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Risikofaktoren zunehmend das Potenzial, in beide Richtungen zu wirken. Dazu zählen Risiken im Zusammenhang mit der Handels- und Finanzpolitik sowie Risiken in Bezug auf künstliche Intelligenz und die geopolitischen Entwicklungen. Beispielsweise könnten sich die Handelsspannungen vor allem zwischen den USA und China wieder verschärfen, was negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben könnte. Die Regierung unter Präsident Trump könnte aber auch Fortschritte bei den Handelsgesprächen erzielen; davon würde wiederum eine positive Wirkung ausgehen.

Das weltweite Importwachstum dürfte 2025 stabil geblieben sein. Im Jahr 2026 wird sich die Dynamik aber voraussichtlich abschwächen. Aktuelle Daten belegen, dass die Ausfuhren von Halbleitern im Kontext der hohen KI-bezogenen Investitionen im dritten Quartal 2025 weiterhin robust ausfielen. Dies galt besonders mit Blick auf die Entwicklung in den USA. Zugleich zeigte sich der Handel mit anderen Waren recht schwach. Die neu verfügbaren Daten bestätigen auch, dass das chinesische Exportwachstum weiterhin kräftig ist. Das globale Importwachstum wird den Projektionen zufolge 2025 bei 4,4 % liegen, worin sich in erster Linie der starke Anstieg der Einfuhren aufgrund der zollbedingt vorgezogenen Nachfrage im ersten Halbjahr widerspiegelt. Infolge der negativen Auswirkungen der Zölle dürfte das Wachstum 2026 auf 2,0 % zurückgehen. In den Jahren 2027 und 2028 sollte es dann wieder auf 3,1 % ansteigen. Die Aussichten für die weltweiten Einfuhren wurden gegenüber den Projektionen vom September für 2025 und 2026 deutlich nach oben revidiert, während die Projektionen für 2027 unverändert blieben. Das voraussichtlich stärkere Importwachstum dürfte durch die niedrigeren Zölle gestützt werden, auf die sich die Vereinigten Staaten und China geeinigt hatten. Aber auch die relativ kräftige Wachstumsdynamik in den Schwellenländern sollte die Einfuhren beflügeln. Mit Blick auf die Schwellenländer sticht besonders Indien mit seiner robusten Konjunktur und seinem starken Importwachstum heraus.

Die Gesamtinflation in den Mitgliedstaaten der OECD zog im November leicht an. Ohne Berücksichtigung der Türkei nahm die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate in den OECD-Ländern geringfügig von 2,9 % im Oktober auf 3,0 % im November zu. Ausschlaggebend hierfür war ein etwas höherer Beitrag der Nahrungsmittel und der Kernkomponenten (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern



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 November 2025.

Die VPI-Gesamtteuerungsrate weltweit wird sich den Projektionen zufolge schrittweise verringern; der Rückgang dürfte dabei etwas schneller vonstattengehen als in den Projektionen vom September angenommen.² Den Erwartungen zufolge wird sie 2025 bei 3,1 %, 2026 bei 2,8 %, 2027 bei 2,5 % und 2028 schließlich bei 2,6 % liegen. Damit dürfte die VPI-Inflation 2025 und 2026 etwas rascher zurückgehen als in den vorangegangenen Projektionen angenommen. Grund hierfür ist, dass die Inflation in den meisten Industrieländern niedriger ausfiel als zuvor erwartet. Auch die Senkung der Zölle zwischen den Vereinigten Staaten und China spielte eine Rolle. Zudem wurde neu bewertet, welche Auswirkungen die Zölle auf die Inflation in den Vereinigten Staaten haben werden. Diese Auswirkungen dürften den aktuellen Erwartungen zufolge geringfügig schwächer ausfallen als zuvor projiziert. Außerdem führt die schleppendere Binnennachfrage in China dazu, dass sich der Anstieg der Verbraucherpreise über den Projektionszeitraum hinweg langsamer vollziehen sollte als zunächst angenommen. Dieser Effekt auf das Aggregat der Schwellenländer wird durch eine leichte Zunahme der projizierten Inflation in anderen großen Volkswirtschaften wie etwa Indien und Russland aufgewogen.

Die Einschätzung, dass sich die Aussichten für ein Friedensabkommen in der Ukraine verbessert haben, ließ die Preise für Energierohstoffe sinken. Im Vorfeld der EZB-Ratssitzung im Oktober wurden die Ölnotierungen zunächst durch die Ankündigung der USA gestützt, neue Sanktionen gegen die zwei größten Ölunternehmen in Russland – Lukoil und Rosneft – zu verhängen. Auf die beiden Unternehmen entfällt ein Großteil der russischen Ölexporte. Zuletzt jedoch haben die

² Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems zur Entwicklung der VPI-Gesamtinflationsrate 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.

neuerlichen Bemühungen der Vereinigten Staaten, die Friedensverhandlungen für die Ukraine voranzutreiben, dazu geführt, dass eine strikte Durchsetzung dieser Sanktionen für weniger wahrscheinlich gehalten wurde. Dies übte einen Abwärtsdruck auf die Preise aus, der durch einen über mehrere Monate hinweg aufgebauten Angebotsüberschuss am Ölmarkt verstärkt wurde. Was die Gaspreise anbelangt, so ließ die jüngste Kälteperiode in Westeuropa zwar den Verbrauch vorübergehend ansteigen und die Gasvorräte sinken, doch gingen die Preise letztlich um 15 % zurück. Verantwortlich hierfür war die Wahrnehmung gewisser Fortschritte mit Blick auf ein mögliches Friedensabkommen im Ukraine-Krieg. Angesichts der anhaltenden Bemühungen Europas, seine Abhängigkeit von fossilen Energieträgern aus Russland zu beenden, dürfte der Abwärtsdruck auf die Preise höchstwahrscheinlich nicht daher röhren, dass mit einer Wiederaufnahme der Lieferungen über russische Pipelines gerechnet wird. Vielmehr dürfte er der Möglichkeit geschuldet sein, dass ein Friedensabkommen zur Aufhebung der US-Sanktionen führen könnte, die Teile der russischen Exportkapazitäten für Flüssiggas beeinträchtigen. Metalle verteuerten sich um 2 %, da erneut mit der Verhängung von Zöllen auf Kupfer durch die USA gerechnet wurde. Daher zogen Händler ihre Lieferungen in die Vereinigten Staaten vor. Die Preise für Nahrungsmittel gingen dagegen um 3 % zurück; hier zeichnete sich ein reichliches Angebot an Kakao ab.

In den Vereinigten Staaten wurde die konjunkturelle Entwicklung vom Verwaltungsstillstand (Shutdown) in Mitleidenschaft gezogen. Dieser erstreckte sich über 43 Tage und führte zu einer verzögerten Veröffentlichung wichtiger Daten. Auch das Wachstum im Schlussquartal 2025 dürfte hiervon noch beeinträchtigt worden sein; ein Großteil der Auswirkungen dürfte aber im ersten Quartal 2026 aufgeholt werden. Die privaten Konsumausgaben lagen 2025 über den Erwartungen. Sie erhielten Auftrieb durch Vermögenszuwächse bei den einkommensstärkeren Haushalten, die auf den Boom an den Aktienmärkten zurückzuführen waren. Die Konsumausgaben dürften sich jedoch abschwächen, da sich der Arbeitsmarkt abkühlt und die privaten Haushalte ihre Ersparnisse – ausgehend von einem niedrigen Niveau – wieder aufstocken. Im dritten Quartal fiel das Wachstum der privaten Konsumausgaben insgesamt kräftig aus, wenngleich es im September im Vormonatsvergleich stagnierte. Näherungswerte privatwirtschaftlicher Anbieter signalisieren für Oktober und November einen nur geringen Anstieg der privaten Konsumausgaben. Dies steht im Einklang mit der sich verschlechternden Stimmungslage der Verbraucher und einer Eintrübung am Arbeitsmarkt. Durch den Boom bei KI-bezogenen Investitionen haben sich die Aussichten für die privaten Investitionen verbessert. Der Außenhandel dürfte zum Jahreswechsel hin einen positiven Beitrag zum Wachstum des realen BIP geleistet haben. Die Situation am Arbeitsmarkt ist weiterhin eingetrübt, wenngleich die Stellenzuwächse im privaten Sektor im September über den Erwartungen lagen. Die Wirkung dieses überraschend positiven Ergebnisses wurde nämlich durch Abwärtsrevisionen bei der privaten Beschäftigung in den Vormonaten gedämpft. Die Daten des privaten Sektors deuten auf ein sehr verhaltenes Beschäftigungswachstum im Oktober und November hin, während laut hochfrequenten Indikatoren verstärkt Arbeitsplätze abgebaut werden und das Beschäftigungswachstum stagniert. Der Anstieg der Stundenlöhne verlangsamt sich weiter.

Unterdessen schlagen sich die Zölle im Anstieg der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten nieder. Die auf Konsumgütern lastenden Zölle wirkten inflationstreibend, und die Inflationsdynamik bei Waren erreichte den höchsten Wert seit April 2023. Die zollbedingten Preissteigerungen dürften zu einer höheren Teuerung im vierten Quartal beigetragen haben. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen weist weiterhin einen allmählichen Abwärtstrend auf, der in erster Linie durch langsamer steigende Wohnkosten bedingt ist. Zugleich zog die am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessene Gesamtinflation im September leicht auf 2,8 % an (ein Plus von 0,1 Prozentpunkten). Die entsprechende Kernrate gab indessen um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % nach. Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve senkte auf seiner Sitzung im Dezember den Zielkorridor für den Leitzins um 25 Basispunkte auf 3,50 % bis 3,75 %.

In China deuten die kurzfristigen Aussichten – ungeachtet der überraschend starken Zuwächse im dritten Quartal – auf eine abnehmende

Wachstumsdynamik hin. Die chinesische Binnennachfrage ist nach wie vor schwach, wenngleich das reale BIP im dritten Quartal um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal stieg und damit die Markterwartungen übertraf. Vom Außenhandel gingen dabei positive Wachstumsimpulse aus. Dagegen schwächten sich die Indikatoren der Binnennachfrage (z. B. die Einzelhandelsumsätze und die Anlageinvestitionen) weiter ab. Dies stand in Zusammenhang mit dem gedämpften Verbrauchertrauen und der anhaltenden Anpassung im Wohnimmobiliensektor. Aus der Umfrage zum EMI geht hervor, dass die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe im November schrumpfte. Die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungsbereich ließ unterdessen zwar nach, blieb aber oberhalb der Wachstumsschwelle. Die Exporttätigkeit fiel in China robust aus. So belief sich das jährliche Wachstum der nominalen Warenausfuhren im November auf 5,8 %. Gestützt wurde es von den umfangreichen Ausfuhren in die Länder der Vereinigung südostasiatischer Staaten (ASEAN) sowie nach Afrika und Europa. Der Rückgang der Exporte in die USA wurde dadurch mehr als ausgeglichen. Das jüngste Handelsabkommen zwischen den Vereinigten Staaten und China, das eine Senkung der Zölle auf chinesische Einfuhren vorsieht, sowie die verstärkten fiskalischen Impulse im Rahmen des neuen chinesischen Fünfjahresplans dürften das Wirtschaftswachstum über den Projektionszeitraum hinweg ankurbeln. Allerdings belasten strukturelle Herausforderungen wie die fortdauernde Korrektur am Wohnimmobilienmarkt die Verbraucherstimmung und bergen somit Risiken für die mittelfristigen Konsumaussichten. Im November stieg die am Verbraucherpreisindex gemessene Gesamtinflation in China erneut an, während die deflationäre Entwicklung der Erzeugerpreise weiter anhielt. Die jährliche VPI-Gesamtinflation kletterte von 0,2 % im Oktober auf 0,7 % im November und damit auf den höchsten Stand seit Februar 2024. Die Entwicklung entsprach den Markterwartungen und wurde hauptsächlich von den Preisen für Nahrungsmittel bestimmt. Diese waren von Angebotsengpässen betroffen, die durch ungünstige Witterungsbedingungen verursacht wurden. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise sank leicht von -2,1 % im Oktober auf -2,2 % im November und wurde dabei von den niedrigeren Preisen für Rohstoffe und Gebrauchsgüter beeinflusst.

Im Vereinigten Königreich wies die Wirtschaft im dritten Quartal 2025 ein moderates Wachstum auf. Die privaten Konsumausgaben waren nach wie vor

schwach, jedoch verliehen die Wohnungsbauinvestitionen einen gewissen Auftrieb. Die EMI-Schnellschätzung für November weist auf eine anhaltend schleppende Konjunkturentwicklung im vierten Quartal hin. Dabei gab die Aktivität im Dienstleistungssektor nach, während sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe geringfügig verbesserte. Die VPI-Gesamtsteuerungsrate verringerte sich im Oktober auf 3,6 % (gegenüber 3,8 % im September). Die Kerninflation verlangsamte sich ebenfalls (auf 3,4 %). Ursächlich hierfür war ein Rückgang des Preisauftriebs bei Dienstleistungen auf 4,5 %. Das Lohnwachstum schwächte sich ab, blieb aber auf einem erhöhten Stand. Der am 26. November 2025 bekannt gegebene Haushaltsplan der Regierung vom Herbst sieht in den kommenden Jahren höhere Staatsausgaben vor. Zugleich wird erwartet, dass durch Maßnahmen wie das verlängerte Einfrieren der Einkommensteuergrenzen für Privatpersonen vor allem ab 2028 zusätzliche Staatseinnahmen generiert werden.

2

Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaft des Euroraums erweist sich trotz des schwierigen globalen Umfelds als resilient. Das reale BIP ist im dritten Quartal 2025 um 0,3 % gestiegen und somit stärker als von Fachleuten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September angenommen. Vorausgegangen war eine volatile Entwicklung in der ersten Jahreshälfte, die durch Vorzieheffekte als Reaktion auf höhere US-Zölle und die damit einhergehende Unsicherheit sowie durch stark schwankende Daten aus Irland bedingt war. Das Wachstum im dritten Quartal war auf der Verwendungsseite der Binnennachfrage und dem Lageraufbau zuzuschreiben. Zur Wertschöpfung trugen die marktbestimmten Dienstleistungen – insbesondere der Informations- und Kommunikationssektor – bei, während die Entwicklung in der Industrie und im Baugewerbe unverändert war. Umfragedaten deuten derzeit auf eine anhaltend moderate Wachstumsdynamik im vierten Quartal 2025 hin, die vor allem von der Aktivität im Dienstleistungssektor getragen wird. Der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust, lässt aber erste Anzeichen einer Abkühlung erkennen, wobei zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren deutliche Unterschiede festzustellen sind. Die Arbeitslosenquote blieb im September und Oktober unverändert bei 6,4 % und lag damit nahe an den jüngsten historischen Tiefständen.

Das BIP-Wachstum dürfte kurz- bis mittelfristig von der Binnennachfrage getragen werden. Steigende Realeinkommen und ein widerstandsfähiger Arbeitsmarkt dürften den privaten Konsum stützen. Die Frühindikatoren deuten überdies auf eine Erholung der Wohnungsbauinvestitionen ab dem vierten Quartal hin. Die Unternehmensinvestitionen werden voraussichtlich ebenfalls zunehmen. Verantwortlich hierfür dürften die immateriellen Investitionen sein, während die Sachinvestitionen auf kurze Sicht weiterhin verhaltener ausfallen dürften. Auf mittlere Sicht dürften verschiedene Faktoren wie eine steigende Nachfrage, höhere Gewinne, eine geringere Unsicherheit, zusätzliche Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung sowie verbesserte Finanzierungsbedingungen dem Wachstum der Investitionen und der Wirtschaft weiter Auftrieb verleihen.

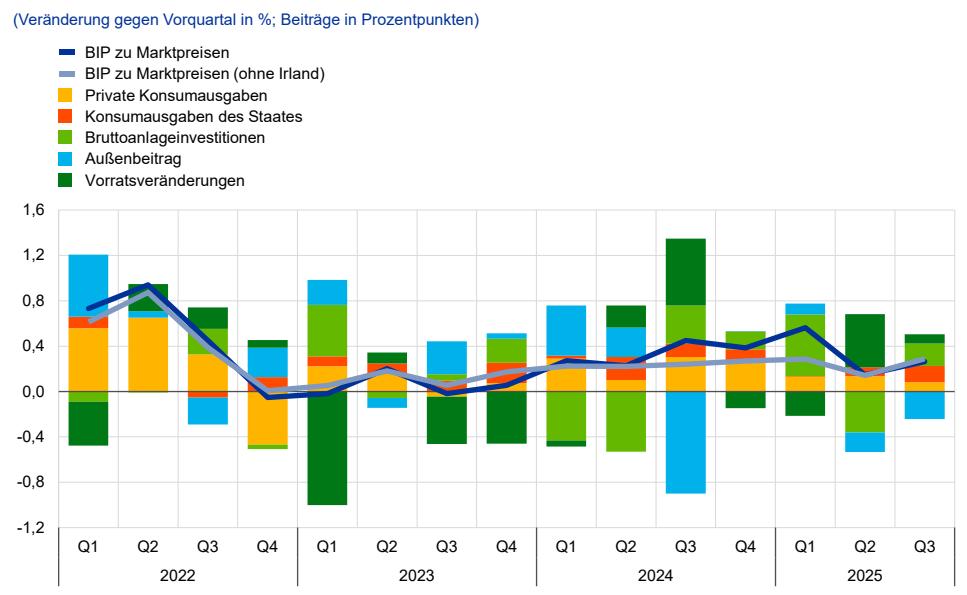
Dieser Ausblick spiegelt sich weitgehend in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2025 wider. Demnach wird die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP 2025 bei 1,4 %, 2026 bei 1,2 % und 2027 sowie 2028 bei jeweils 1,4 % liegen. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2025 wurde das BIP-Wachstum über den gesamten Projektionszeitraum hinweg nach oben revidiert.³

Der jüngsten Schätzung von Eurostat zufolge wuchs die Wirtschaft des Euroraums im dritten Quartal 2025 nach einer volatilen Entwicklung im ersten Halbjahr um 0,3 % (siehe Abbildung 3). Im dritten Quartal wurde das Wachstum von der Binnennachfrage und dem Lageraufbau getragen. Der Außenhandel wirkte sich dagegen negativ aus, was auf das starke Importwachstum, insbesondere in Irland, zurückzuführen war. Der Anstieg der immateriellen Investitionen und die

³ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2025.

detaillierten Daten zur Dienstleistungsproduktion legen den Schluss nahe, dass die KI-bezogenen Ausgaben zunehmen. Das Wachstum der Bruttowertschöpfung im dritten Quartal war den marktbestimmten Dienstleistungen, und hier vor allem dem Informations- und Kommunikationssektor, zuzuschreiben. Die Beiträge der Industrie und des Baugewerbes waren dagegen unverändert.

Abbildung 3
Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

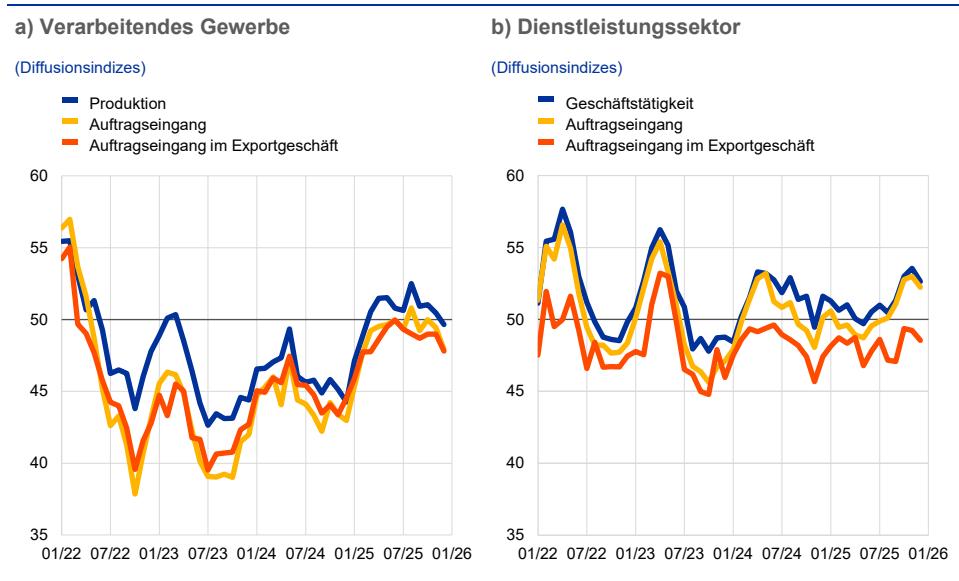


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

Umfragedaten deuten auf eine moderate Wachstumsdynamik im vierten Quartal 2025 hin, die von der Aktivität im Dienstleistungssektor getragen wird. Im ersten Monat des vierten Quartals war die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) 0,6 % höher als im dritten Quartal, als sie um 0,1 % gesunken war. Bei den Umfragedaten lag der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums im vierten Quartal bei durchschnittlich 52,4 Punkten nach 51,0 Punkten im dritten Quartal. Die monatliche Entwicklung zeigt indes, dass er von 52,8 Punkten im November auf 51,9 Punkte im Dezember sank. Dieser Rückgang war auf die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor zurückzuführen, die bei 52,6 Punkten lag (siehe Abbildung 4, Grafik b). Eine Rolle spielte aber auch die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die auf 49,7 Punkten und damit unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten fiel (siehe Abbildung 4, Grafik a). Über das vierte Quartal hinaus deuten die zukunftsgerichteten EMIs für den Auftragseingang und die Geschäftserwartungen immer noch auf ein moderates, vom Dienstleistungssektor getragenes Wachstum hin, während sich das verarbeitende Gewerbe auf kurze Sicht weiterhin verhalten zu entwickeln scheint.

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



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

Der Arbeitsmarkt zeigte sich auch im dritten Quartal 2025 robust, wenngleich sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter nach und nach abschwächte.

Die Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden erhöhten sich im dritten Quartal 2025 um 0,2 % bzw. 0,4 % (siehe Abbildung 5). Die anhaltende Verlangsamung des Beschäftigungswachstums spiegelt unter anderem eine Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften wider. Die Vakanzquote sank im dritten Quartal auf 2,2 % und lag damit unter dem Vorpandemieniveau vom vierten Quartal 2019. Die Zahl der Erwerbspersonen blieb im dritten Quartal stabil, während die Zahlen für Oktober eine Zunahme von 0,1 % gegenüber dem Vormonat erkennen ließen. Gleichzeitig lag die Arbeitslosenquote im Oktober bei 6,4 % und verharrete damit weiter in der seit Anfang 2025 verzeichneten Bandbreite von 6,3 % bis 6,4 %.

Abbildung 5**Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum**

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



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

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

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren legen ein leicht positives

Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2025 nahe. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im Dezember bei 50,6 Punkten, was einem Quartalsdurchschnitt von 50,5 Punkten entspricht. Dies lässt auf ein weitgehend stagnierendes Beschäftigungswachstum im vierten Quartal schließen. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor bewegte sich seit Jahresbeginn 2025 um einen Wert von rund 51 Punkten und belief sich im Dezember auf 51,3 Punkte. Der entsprechende EMI für das verarbeitende Gewerbe verharrete unterdessen im negativen Bereich. Im Dezember lag er bei 48,5 Punkten; der Quartalsdurchschnitt betrug 48,1 Punkte.

Die privaten Konsumausgaben stiegen im dritten Quartal 2025 erneut an. Diese

Dynamik dürfte sich auch im vierten Quartal fortgesetzt haben. Im dritten Quartal 2025 erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und entwickelten sich damit weitgehend im Einklang mit der Dynamik des zweiten Quartals (siehe Abbildung 6, Grafik a). Die Ausgaben für Dienstleistungen nahmen weiter zu, während der Warenkonsum nachließ. Der Einzelhandel und die Dienstleistungsproduktion verzeichneten im dritten Quartal einen moderaten Anstieg um 0,2 % bzw. 0,3 % gegenüber dem zweiten Quartal. Im Vormonatsvergleich wiesen die Einzelhandelsumsätze im Oktober dagegen keine Veränderung auf. Umfrageergebnisse lassen auf eine zum Jahresende hin robuste Dynamik des privaten Konsums schließen. So blieb der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher im November stabil. Die Geschäftserwartungen für die Nachfrage im Einzelhandel und nach verbrauchernahen Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten verbesserten sich im November, wobei sich die Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen wieder dem Vorpandemieniveau annäherte. Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen schwächten sich die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren der erwarteten Nachfrage für Beherbergungsdienstleistungen und – in

geringerem Maße – für Gastronomie ab. Für Dienstleistungen im Reiseverkehr stiegen sie dagegen an. Analog dazu lassen die Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen darauf schließen, dass die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen robust bleibt. Mit Blick auf die Zukunft dürften sich die privaten Konsumausgaben – unterstützt durch die Realeinkommenszuwächse aus den Vorjahren – weiter erhöhen. Die privaten Konsumausgaben sind bisher zwar nicht so stark gestiegen wie die Einkommen, doch es wird erwartet, dass sich die Zuwächse beim Realeinkommen trotz der erhöhten Sparquote (siehe Abbildung 6, Grafik b) auf kurze Sicht nach und nach in einer stärkeren Konsumdynamik niederschlagen werden. Gleichzeitig beeinflussen laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen Vorsichtsmotive und ricardianische Effekte die Sparneigung der privaten Haushalte (siehe Kasten 4).

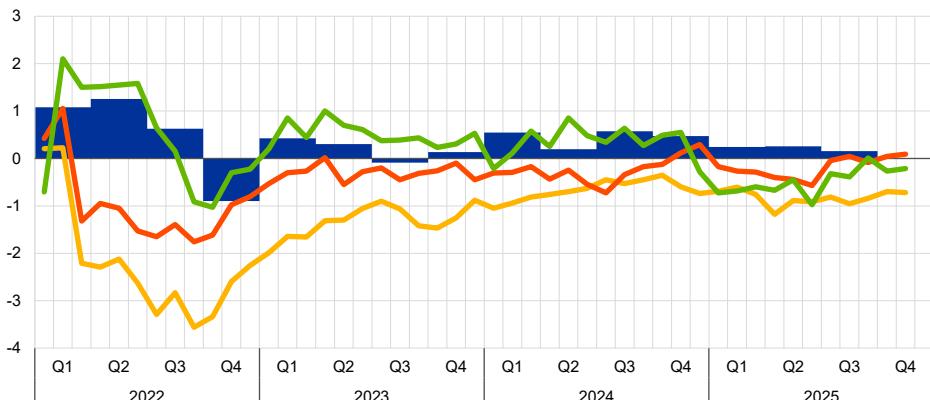
Abbildung 6

Private Konsumausgaben, Verbrauchertrauen und Geschäftserwartungen sowie Sparquote der privaten Haushalte und ihre Erwartungen zur Arbeitslosigkeit

a) Private Konsumausgaben, Verbrauchertrauen und Geschäftserwartungen

(Veränderung gegen Vorquartal in %, Beiträge in Prozentpunkten; in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)

- Private Konsumausgaben
- Verbrauchertrauen
- Nachfrage im Einzelhandel
- Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen



b) Sparquote der privaten Haushalte und ihre Erwartungen zur Arbeitslosigkeit

(in % des verfügbaren Einkommens, Salden in %)

- Sparquote
- Erwartungen zur Arbeitslosigkeit (rechte Skala)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage im Einzelhandel (ohne Kraftfahrzeuge) und nach konsumgewichteten Dienstleistungen beziehen sich 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 Verbrauchertrauen für den Zeitraum von 1999 bis 2019 standardisiert sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025 (Sparquote), das dritte Quartal 2025 (private Konsumausgaben) bzw. November 2025 (alle übrigen Angaben).

Die Unternehmensinvestitionen wiesen im dritten Quartal ein robustes

Wachstum auf und dürften weiter zunehmen. Im dritten Quartal 2025 stiegen die Unternehmensinvestitionen um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal (bzw. 1,1 % ohne die volatilen immateriellen Investitionen in Irland). Sowohl die Sachinvestitionen als auch die immateriellen Investitionen verzeichneten unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland ein kräftiges Wachstum. Für das vierte Quartal 2025 deuten die Indikatoren für den Investitionsgütersektor, beispielsweise

der EMI für die Produktion und die Umfrage der Europäischen Kommission zum Unternehmervertrauen im Zeitraum bis November, auf eine leichte Schwäche der Sachinvestitionen hin (siehe Abbildung 7, Grafik a). Dagegen lassen die Umfragen zu den immateriellen Dienstleistungen in der Zeit bis November, darunter der EMI für die Geschäftstätigkeit und die Umfrage der Europäischen Kommission zur erwarteten Nachfrage in den nächsten drei Monaten, auf eine anhaltende Zunahme der immateriellen Investitionen schließen. Beim [Non-Financial Business Sector Dialogue](#) (NFBD) vom November meldeten die Unternehmen steigende Investitionen in E-Commerce, Rechenzentren, Softwareentwicklung und Automatisierung. Allerdings zeigte der NFBD auch, dass hohe Energie-, Arbeits- und regulatorische Kosten sowie die Angst vor einer Überregulierung von KI weiterhin erhebliche Hindernisse darstellen. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Investitionen durch eine steigende Gesamtnachfrage, höhere Gewinne, eine nachlassende Unsicherheit, zusätzliche Initiativen in den Bereichen Verteidigung und Infrastruktur sowie die im vergangenen Jahr günstigeren Finanzierungsbedingungen unterstützt werden. Auch die Vereinfachung der EU-Rechtsvorschriften könnte die Investitionstätigkeit beschleunigen. Trotzdem bestehen weiterhin einige erhebliche Abwärtsrisiken, denn die höheren Zölle könnten nach wie vor eine negative Wirkung entfalten. Die Unternehmen, die am NFBD teilnahmen, zeigten sich vor allem besorgt darüber, dass China aufgrund seiner Überkapazitäten und der geringeren Exportmöglichkeiten in die Vereinigten Staaten seine Exporte von kostengünstigen Hochtechnologiegütern umlenkt. Dies könnte die Margen der Unternehmen schmälern und zu einem Verlust von Marktanteilen in Europa führen.

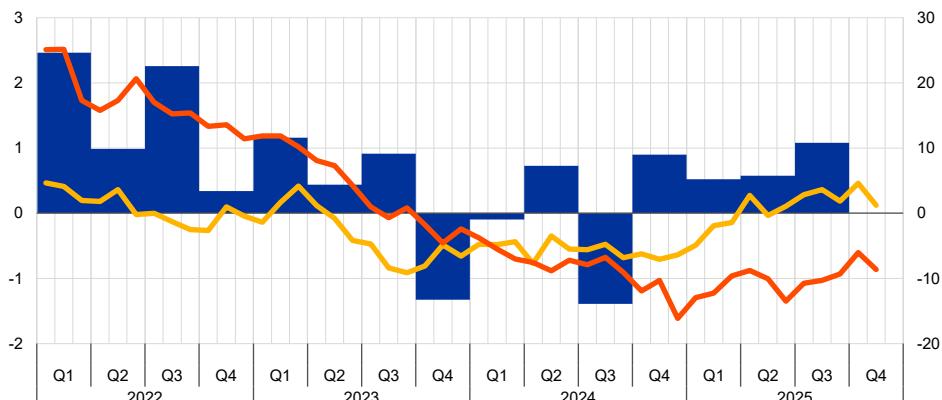
Abbildung 7

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

a) Unternehmensinvestitionen (ohne immaterielle Investitionen in Irland)

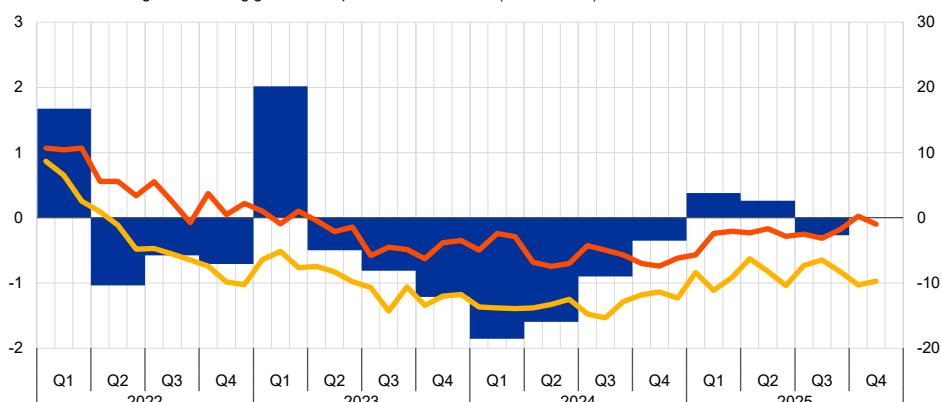
(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in % und Diffusionsindex)

- Unternehmensinvestitionen
- EMI für die Produktion (rechte Skala)
- Vertrauensindikator der Europäischen Kommission (rechte Skala)

**b) Wohnungsbauinvestitionen**

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

- Wohnungsbauinvestitionen
- EMI für die Produktion (rechte Skala)
- Trendmäßige Entwicklung gemäß Europäischer Kommission (rechte Skala)



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

Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die Kurzfristindikatoren beziehen sich auf den Investitionsgütersektor. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Investitionsgütersektor wurde normalisiert auf den Durchschnitt und auf die Standardabweichung der Zeitreihe von 1999 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 dritte Quartal 2025 (Investitionen) bzw. November 2025 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission erhobene Indikatoren).

Die Wohnungsbauinvestitionen gingen im dritten Quartal 2025 leicht zurück, dürften aber im vierten Quartal wieder ein moderates Wachstum zeigen.

Nachdem die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Halbjahr zwei Quartale in Folge gestiegen waren, sanken sie im dritten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 7, Grafik b). Dies deutet darauf hin, dass bisher keine nachhaltige Erholung eingesetzt hat. Die Produktion im Hochbau und die spezialisierten Bautätigkeiten fielen im dritten Quartal durchschnittlich 0,1 % höher aus als im

Vorquartal. Die zukunftsgerichteten Indikatoren zeigen ein uneinheitliches Bild. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten stieg im Oktober und November gegenüber dem dritten Quartal an, wohingegen der EMI für die Produktion im Wohnungsbau abnahm. Insgesamt dürften sich die Wohnungsbauinvestitionen jedoch wieder allmählich erholen. Diese Einschätzung wird durch einen kontinuierlichen, wenn auch moderaten Anstieg der Baugenehmigungen für Wohngebäude im dritten Quartal sowie durch das anhaltende Wachstum der Wohnungsbaukredite im Neugeschäft unterstützt. Darüber hinaus geht aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen hervor, dass die Attraktivität von Wohnimmobilien als Wertanlage zunimmt, was auf eine verstärkte Nachfrage nach Wohnimmobilien hindeutet (siehe Kasten 5).

Die Gesamtausfuhren des Euroraums erhöhten sich im dritten Quartal 2025 um 0,7 %, allerdings bleibt die zugrunde liegende Dynamik schwach. Die Warenausfuhren des Euroraums nahmen im dritten Quartal 2025 deutlich um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal zu. Dieser Zuwachs ist teilweise auf höhere Verkäufe pharmazeutischer Erzeugnisse in die Vereinigten Staaten zurückzuführen, worin sich möglicherweise das Vorziehen von Exporten in Erwartung potenziell höherer Zölle auf diese Produkte widerspiegelt. Höhere Exporte von Wirkstoffen für Abnehmpräparate schlügen sich ebenfalls in dem Zuwachs nieder. Abgesehen vom Pharmabereich verliert der Euroraum in vielen Exportländern und Sektoren angesichts des stärkeren Wettbewerbs aus China weiter Marktanteile. Diese Entwicklung dürfte die Exporte des Euroraums dauerhaft belasten. Im dritten Quartal 2025 nahmen die Warenimporte moderat um 0,7 % zu, wobei sich der Wettbewerb für die Unternehmen im Euroraum verschärft und die Einfuhren aus China einen kontinuierlichen Anstieg verzeichneten. Gleichzeitig sanken die Importpreise weiter. Sie waren im August 2 % niedriger als ein Jahr zuvor. Zurückzuführen war dies auf die Auswirkungen der zurückliegenden Euro-Aufwertung und den von China ausgehenden Abwärtsdruck auf die Preise. Mit Blick auf die Zukunft deuten die Umfrageindikatoren weiterhin auf eine Exportschwäche sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor hin.

Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2025 wurde das Wachstum des realen BIP für 2025 und 2026 um jeweils 0,2 Prozentpunkte und für 2027 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Die Aufwärtsrevision für 2025 spiegelt Revisionen früherer Daten wider, einschließlich des unerwartet guten Ergebnisses für das dritte Quartal 2025. Die etwas geringere handelspolitische Unsicherheit, die stärkere Auslandsnachfrage und die niedrigeren Preise für Energierohstoffe haben dazu geführt, dass die Wachstumsaussichten für 2026 nach oben revidiert wurden. Die leichte Aufwärtsrevision für 2027 ist durch die Erwartung einer geringfügig stärkeren vierteljährlichen Entwicklung und einen größeren statistischen Überhang aufgrund der stärkeren Wachstumsdynamik im Jahr 2026 bedingt. Was die Verwendungskomponenten betrifft, so beziehen sich die größten Aufwärtsrevisionen für 2025 bis 2027 auf die Investitionen. Dies betrifft insbesondere stärkere Unternehmensinvestitionen im gesamten Projektionszeitraum, dynamischere staatliche Investitionen im Jahr 2027 sowie höhere Konsumausgaben des Staates in den Jahren 2025 und 2026. Auch der Außenbeitrag wurde für 2025 nach oben

revidiert, um den unerwartet guten Exportergebnissen in den ersten drei Quartalen des Jahres Rechnung zu tragen.

3

Preise und Kosten

Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum liegt nach wie vor in der Nähe des mittelfristigen Zielwerts des EZB-Rats von 2 %. Sie betrug im November 2025 weiterhin 2,1 %,⁴ da der Anstieg des Preisauftriebs bei Energie durch einen Rückgang der Teuerung bei Nahrungsmitteln ausgeglichen wurde. Die Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) lag stabil bei 2,4 %. Verantwortlich hierfür war, dass bei der Teuerung von Waren und Dienstleistungen gegenläufige Entwicklungen zu verzeichnen waren. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den letzten Monaten nur wenig verändert und stehen weiterhin mit dem 2 %-Ziel im Einklang. Während das Wachstum der Stückgewinne im dritten Quartal 2025 unverändert war, wurde bei den Lohnstückkosten eine etwas höhere Zuwachsrate verzeichnet als im zweiten Quartal. Die jährliche Steigerung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer betrug im dritten Quartal unverändert 4,0 %. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor bei rund 2 %, was die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts begünstigt.

Laut den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2025 wird die Gesamtinflation von 2,1 % im Jahr 2025 auf zunächst 1,9 % im Jahr 2026 und dann auf 1,8 % im Jahr 2027 zurückgehen, bevor sie 2028 wieder das mittelfristige Ziel des EZB-Rats von 2 % erreichen wird. Gegenüber den Projektionen vom September 2025 wurde die Gesamtinflation für 2026 nach oben und für 2027 leicht nach unten revidiert.⁵

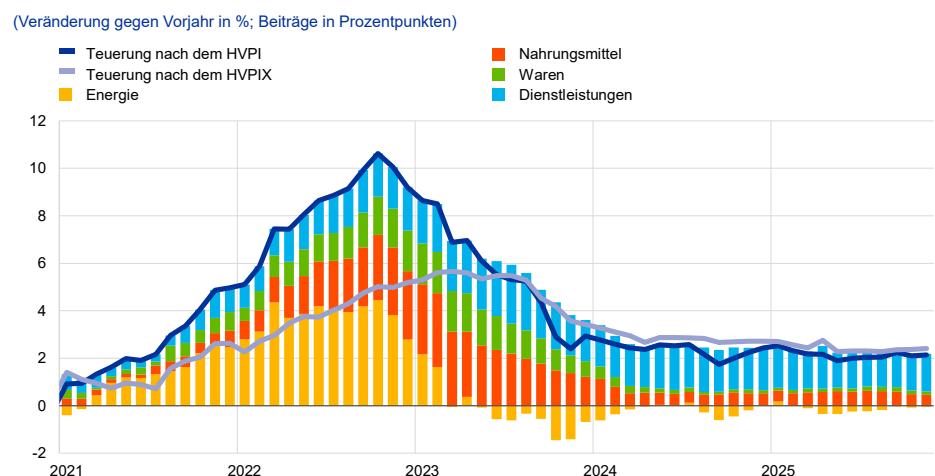
Die HVPI-Inflation im Euroraum lag im November 2025 weiterhin bei 2,1 % (siehe Abbildung 8). Dieser Wert ist die Folge eines leichten Anstiegs des Preisauftriebs bei Dienstleistungen sowie eines höheren Beitrags der Energiepreise, die durch eine niedrigere Preissteigerungsrate bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Nahrungsmitteln kompensiert wurden. Die jährliche Änderungsrate der Energiepreise erhöhte sich von -0,9 % im Oktober auf -0,5 % im November. Ausschlaggebend hierfür war ein Anstieg der Änderungsrate bei den Kraftstoffen für Verkehrsmittel, der den Rückgang der Preissteigerungsraten bei Strom und Gas überwog. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln insgesamt ging von 2,5 % im Oktober auf 2,4 % im November zurück. Was die einzelnen Nahrungsmittel-Teilkomponenten anbelangt, so war die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel mit 2,2 % im November nach 2,3 % im Oktober leicht rückläufig, während sie sich bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln mit 3,2 % nicht veränderte. Die HVPIX-Inflation war im November den dritten Monat in Folge stabil und lag bei 2,4 %. Zurückzuführen ist dies auf ein leichtes Absinken der Inflation bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie von 0,6 % im Oktober auf 0,5 %, das eine entsprechende Verteuerung der Dienstleistungen im genannten Zeitraum von 3,4 % auf 3,5 % wettmachte. Die Preissteigerungsrate bei Dienstleistungen tendierte in den letzten Monaten nach oben. Verantwortlich hierfür waren höhere

⁴ Der Stichtag für die im vorliegenden Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten war der 17. Dezember 2025. Eurostats Schnellschätzung vom 7. Januar 2026 zufolge sank die jährliche Inflationsrate im Euroraum im Dezember 2025 auf 2,0 %.

⁵ Siehe hierzu EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2025.

Jahreswachstumsraten der Teilkomponenten Freizeit (vor allem Beherbergung und Pauschalreisen) sowie Verkehr und Kommunikation. Mit Blick auf die Zukunft ist der von den Dienstleistungspreisen ausgehende Druck zwar weiterhin hoch, aber die erwartete allmähliche Verringerung des Lohnwachstums dürfte zum Inflationsabbau bei den Dienstleistungen beitragen.

Abbildung 8
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten



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 November 2025.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den zurückliegenden Monaten nur wenig verändert und stehen nach wie vor mit dem mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 % im Einklang (siehe Abbildung 9).

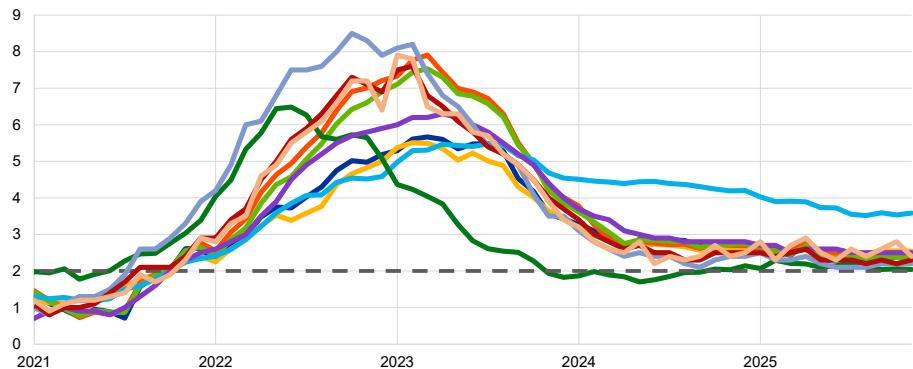
Im November 2025 bewegten sich die meisten dieser Indikatoren seitwärts, und zwar innerhalb einer Spanne von 2,0 % bis 2,5 %.⁶ Alle auf permanentem Ausschluss basierenden Messgrößen der Inflation waren gegenüber Oktober unverändert und reichten von 2,4 % bis 2,5 %. Auch die Entwicklung der meisten auf temporärem Ausschluss basierenden Messgrößen deutete darauf hin, dass sich der von der zugrunde liegenden Inflation ausgehende Druck im November stabilisiert hat. Die Binneninflation, die überwiegend Dienstleistungen umfasst, erhöhte sich im November leicht auf 3,6 % nach 3,5 % im Oktober. Unter den modellbasierten Messgrößen sank die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) im November auf 2,0 %, während der Supercore-Indikator, der konjunkturreagible HVPI-Positionen enthält, den fünften Monat in Folge mit 2,5 % unverändert blieb.

⁶ In der Spanne ist die Binneninflation nicht enthalten.

Abbildung 9
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- HVPIX
- HVPIXX
- HVPI ohne Energie
- HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel
- Indikator der Binneninflation
- PCCI
- Supercore-Indikator
- Getrimmter Mittelwert (10 %)
- Getrimmter Mittelwert (30 %)
- Gewichteter Median



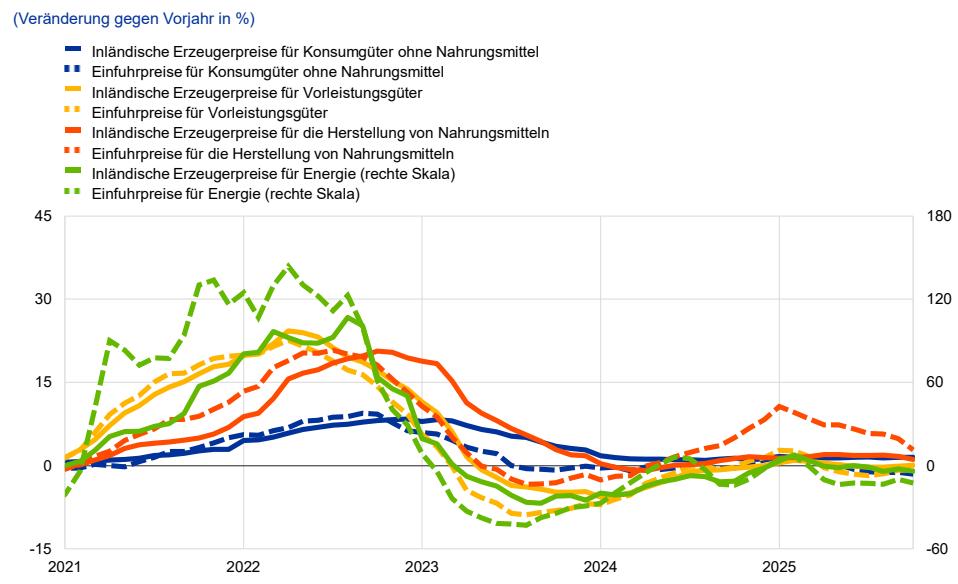
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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 ist der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

Die Messgrößen des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette lassen auf eine allmähliche Verringerung des Inflationsdrucks schließen (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen sank die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie deutlich von -2,4 % im September auf -3,9 % im Oktober und lag damit deutlich unter dem im Februar verzeichneten Höchstwert von 7,8 %. Im selben Zeitraum stieg die jährliche Wachstumsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter von -0,1 % auf 0,1 %, während jene der Einfuhrpreise weiterhin unverändert bei -0,8 % lag. Auf den nachgelagerten Stufen blieb die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Oktober mit 1,5 % stabil. Die entsprechende Rate der Einfuhrpreise ging von -1,2 % im September auf -1,6 % im Oktober zurück. Unterdessen sank die jährliche Wachstumsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel von 1,7 % auf 1,1 %, während jene der Einfuhrpreise immer noch rückläufig war und sich – ausgehend von ihrem Höchststand von 10,6 % im Januar – auf 4,9 % im September und danach auf 2,8 % im Oktober verringerte. Insgesamt lassen die Daten darauf schließen, dass der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen sowohl bei den Konsumgütern als auch den Nahrungsmitteln allmählich nachlässt. Verantwortlich hierfür sind die Aufwertung des Euro und wahrscheinlich auch die Tatsache, dass sich China verstärkt auf den Euroraum als Absatzmarkt konzentriert, wodurch die Einfuhrpreise unter Abwärtsdruck geraten.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

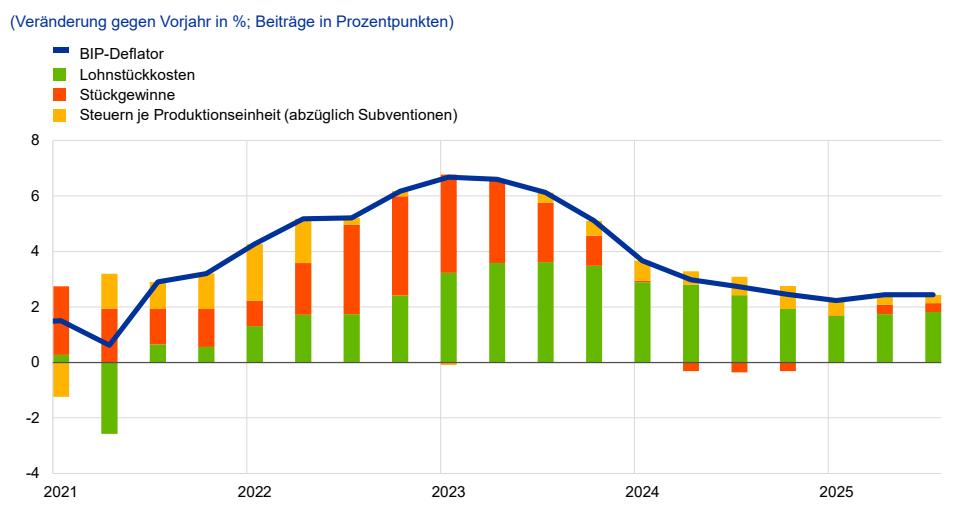
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2025.

Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck blieb im dritten Quartal 2025 mit 2,4 % weitgehend stabil (siehe Abbildung 11). Diese Entwicklung spiegelte einen leichten Anstieg des Beitrags der Lohnstückkosten wider, der durch einen stabilen Beitrag der Stückgewinne und einen niedrigeren Beitrag der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) aufgezehrt wurde. Die leichte Zunahme der jährlichen Wachstumsrate der Lohnstückkosten war die Folge eines moderaten Absinkens der Steigerungsrate der Arbeitsproduktivität (von 0,8 % im zweiten Quartal auf 0,7 % im dritten Quartal) sowie einer stabilen Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, die im dritten Quartal bei 4,0 % lag. Diese Stabilität spiegelte eine Verringerung des Wachstums der Tarifverdienste wider; die entsprechende Rate lag im dritten Quartal bei 1,9 % nach 4,0 % im Vorquartal. Ausgeglichen wurde diese Entwicklung durch einen beträchtlichen Anstieg der Lohndrift im selben Zeitraum. Der kräftige Rückgang des Wachstums der Tarifverdienste ist dem mechanischen Einfluss hoher Einmalzahlungen im Jahr 2024 zuzuschreiben, der zugleich auch die Volatilität der Lohndrift verursachte. Mit Blick auf die Zukunft lässt der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der Daten zu Tarifabschlüssen bis Ende November 2025 berücksichtigt, weiterhin darauf schließen, dass der Lohnkostendruck im vierten Quartal 2025 sowie in der ersten Jahreshälfte 2026 moderat bleiben und sich im zweiten Halbjahr 2026 allmählich stabilisieren dürfte.⁷ Die Fachleute des Eurosystems rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2025 für 2025 mit einer Steigerung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer um durchschnittlich 4,0 %. Im Jahr 2026 soll

⁷ Weitere Einzelheiten finden sich unter EZB, [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet auf ein schwächeres Lohnwachstum und eine allmähliche Normalisierung des Lohndrucks bei den Tarifverdiensten im Jahr 2026 hin](#), Pressemitteilung vom 19. Dezember 2025.

die Wachstumsrate im Schnitt auf 3,2 % und 2027 auf 2,9 % zurückgehen; im Jahr 2028 soll sie bei 3,0 % liegen.

Abbildung 11
Aufschlüsselung des BIP-Deflators



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Im Berichtszeitraum vom 11. September bis zum 17. Dezember 2025 waren die marktisierten Messgrößen des Inflationsausgleichs (siehe Abbildung 12, Grafik a), ebenso wie die längerfristigen Inflationserwartungen professioneller Prognostiker und geldpolitischer Analysten, weitgehend unverändert. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr, der als marktisierte Messgröße des kurzfristigen Inflationsausgleichs dient, blieb mit rund 1,8 % weitgehend stabil. Die Märkte für inflationsgebundene Produkte schienen nicht stark auf den Beschluss des Europäischen Rates vom 5. November 2025 zu reagieren, mit dem das Inkrafttreten des EU-Emissionshandelssystems 2 (EU-EHS 2) um ein Jahr – von 2027 auf 2028 – verschoben wird. Im mittel- und längerfristigen Laufzeitenbereich war der Inflationsausgleich ähnlich stabil. Der um Inflationsrisikoprämien bereinigte fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag weiterhin nahe bei 2 %. Dies lässt den Schluss zu, dass die längerfristigen marktisierten Erwartungen nach wie vor fest am Inflationsziel des EZB-Rats verankert sind. Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das vierte Quartal 2025 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) vom Dezember 2025 lagen der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin bei 2 %.

Die vergangenheitsbezogene Inflationswahrnehmung der Verbraucher sowie ihre kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen blieben im November 2025 stabil (siehe Abbildung 12, Grafik b). Der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für November 2025 zufolge hat sich der Median der in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation mit 3,1 % seit Februar 2025 nicht verändert. Auch der Median der Erwartungen für die Gesamteinflation in den

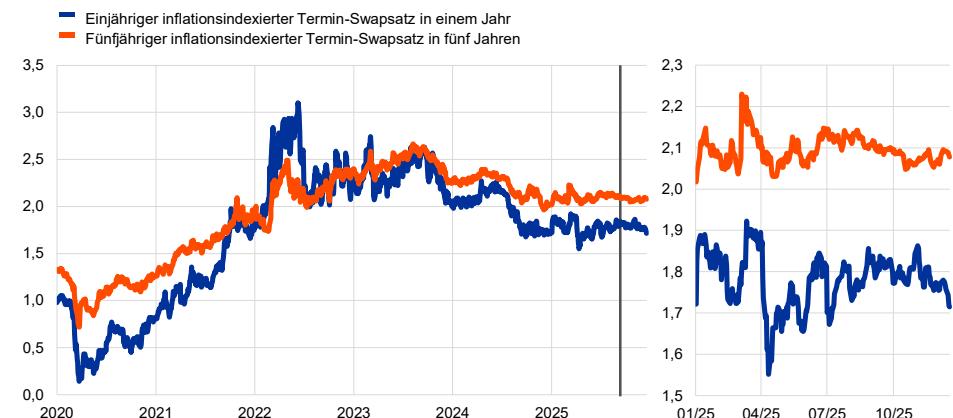
kommenden zwölf Monaten (2,8 %) und jener der Erwartungen bezüglich der Inflation in drei Jahren (2,5 %) waren seit Oktober bzw. Juli unverändert.

Abbildung 12

Marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs und Inflationserwartungen der Verbraucher

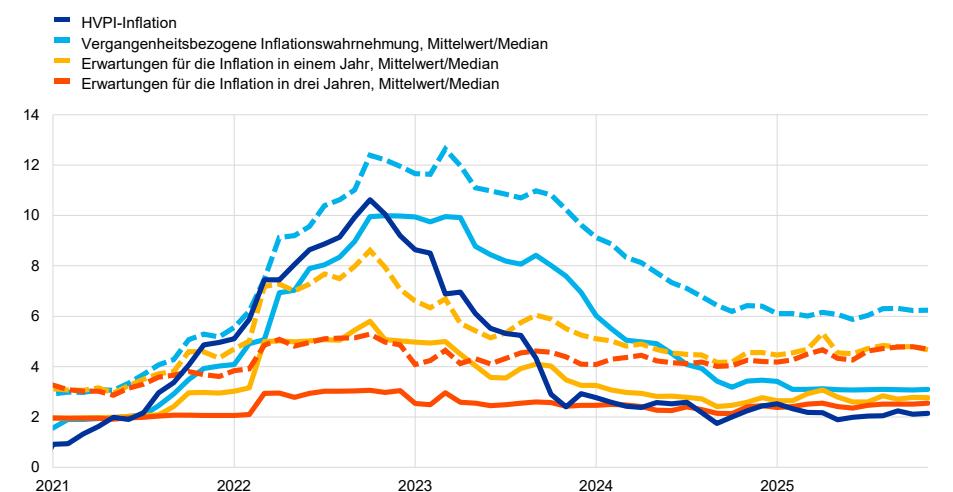
a) Marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) HVPI-Gesamteinflation und EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: LSEG, Eurostat, EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

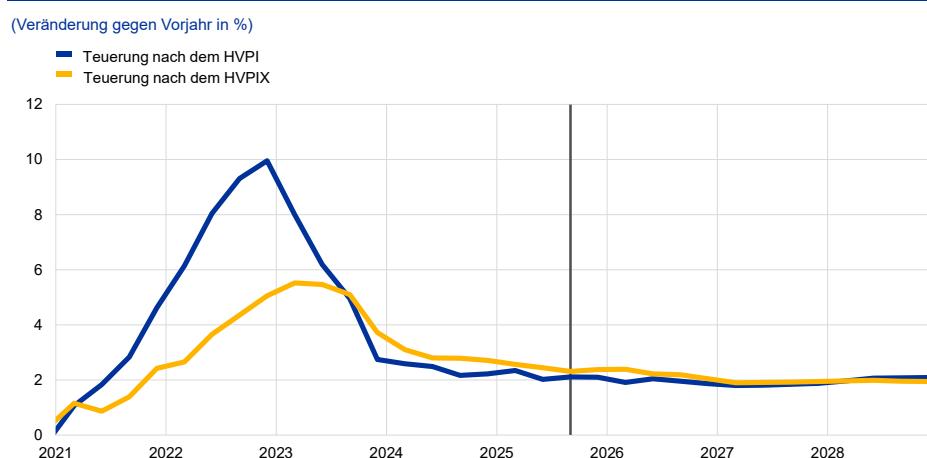
Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. September 2025. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Dezember 2025 (Grafik a) bzw. November 2025 (Grafik b).

Den Projektionen für den Euroraum vom Dezember 2025 zufolge wird die Gesamteinflation 2025 im Schnitt bei 2,1 %, im Jahr 2026 bei 1,9 % und 2027 bei 1,8 % liegen, bevor sie 2028 wieder das mittelfristige Ziel des EZB-Rats von 2 % erreichen wird (siehe Abbildung 13). Die Gesamteinflation dürfte im Schlussquartal 2025 nach wie vor 2,1 % betragen, im Jahr 2026 auf einen Wert knapp unter 2,0 % sinken und 2027 auf diesem Niveau bleiben. Die für 2026 projizierte niedrigere durchschnittliche Rate ergibt sich aus einem von den Energiepreisen ausgehenden Basiseffekt im ersten Quartal, einem geringeren

Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und einer niedrigeren HVPIX-Inflation aufgrund einer sich abschwächenden Teuerung im Dienstleistungssektor. Maßgeblich für die weitere Abnahme der Gesamtinflation im Jahr 2027 ist ein anhaltender Rückgang der HVPIX-Inflation. Dieser wird zum Teil dadurch kompensiert, dass die Teuerungsrate zwar bei Energie bis auf null zurückgehen, bei Nahrungsmitteln jedoch unverändert bleiben dürfte. Anschließend wird erwartet, dass die Gesamtinflation im Jahr 2028 zunimmt, wofür in erster Linie eine signifikante Verstärkung des Preisauftriebs bei Energie infolge der finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen und vor allem die Einführung des EU-EHS 2 verantwortlich sein dürften. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2025 wurden die Aussichten für die Gesamtinflation 2025 unverändert beibehalten. Für 2026 wurden sie indes um 0,2 Prozentpunkte nach oben und für 2027 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Die Aufwärtsrevision für 2026 spiegelt vor allem kräftigere Inflationsaussichten bei Dienstleistungen wider. Die Abwärtsrevision für 2027 ist indes vorwiegend der erwarteten Verschiebung der Einführung des EU-EHS 2 zuzuschreiben, wird jedoch zum Teil durch den stärkeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen ausgeglichen. Den Projektionen zufolge wird die HVPIX-Inflation von 2,4 % im Jahr 2025 auf 2,2 % im Jahr 2026 zurückgehen und sich gegen Ende des Projektionszeitraums bei oder nahe 2 % stabilisieren, was dem nachlassenden Druck der Arbeitskosten auf die Teuerung bei Dienstleistungen zuzuschreiben ist. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2025 wurden die Aussichten für die HVPIX-Inflation für 2025 unverändert beibehalten. Für 2026 wurden sie aber um 0,3 Prozentpunkte und für 2027 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Abbildung 13

Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX im Euroraum



Quellen: Eurostat und [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2025.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2028 (Projektionen). Die Projektionen vom Dezember 2025 wurden am 3. Dezember 2025 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 26. November 2025. Sowohl die historischen als auch die projizierten Daten für die Teuerung nach dem HVPI und nach dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

4

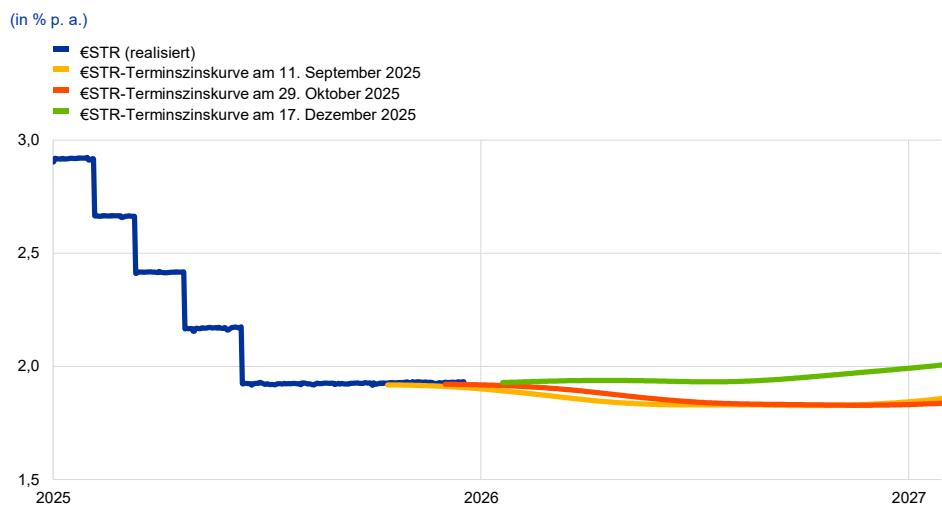
Finanzmarktentwicklungen

Die kurz- und langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen im Berichtszeitraum (11. September bis 17. Dezember 2025), wobei die Märkte weitere Zinssenkungen effektiv auspreisten. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen notierten am Ende des Berichtszeitraums höher, aber die Renditeabstände gegenüber den risikofreien Zinssätzen verkleinerten sich. Der Anstieg der risikofreien Zinssätze und der Staatsanleiherenditen stand mit einer allgemeineren Entwicklung im Einklang, die sich weltweit in einem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurven zeigte und weitgehend auf höhere Realzinsen zurückzuführen war. Die Aktienmärkte im Euroraum verzeichneten im Berichtszeitraum Gewinne, wenngleich es angesichts von Bedenken hinsichtlich der Bewertungen von KI-Unternehmen in den Vereinigten Staaten zeitweilige Rückschläge gab. Unterdessen verringerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen weiter und liegen aktuell auf Rekordtiefständen, die von einer erhöhten Risikobereitschaft bestimmt werden. An den Devisenmärkten blieb der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar (+0,3 %) als auch in handelsgewichteter Rechnung (+0,4 %) stabil. Die Stabilität gegenüber dem US-Dollar war Ausdruck der unerwartet guten gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten. Die in handelsgewichteter Betrachtung zu verzeichnende Stabilität war hingegen dadurch bedingt, dass sich die Wechselkursbewegungen gegenüber den Währungen der Handelspartner gegenseitig ausgleichen.

Im Berichtszeitraum stiegen die kurz- und langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum an (siehe Abbildung 14). Der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) lag am Ende des Berichtszeitraums bei 1,93 %, nachdem der EZB-Rat auf seinen Sitzungen im September und Oktober beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Überschussliquidität sank um etwa 164 Mrd. € auf 2 486 Mrd. €. Grund hierfür war in erster Linie die anhaltende Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren. Die sehr kurzfristigen Termsätze erhöhten sich im Berichtszeitraum, da die Märkte erwartete weitere Zinssenkungen auspreisten. Durch die neuerliche Unsicherheit im Welthandel, die hauptsächlich auf die verstärkten Spannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China zurückzuführen war, kam es im Oktober zu einem kurzzeitigen Rückgang der risikofreien Zinssätze. Dieser kehrte sich anschließend wieder um, als die Vereinigten Staaten Handelsabkommen mit einer Reihe asiatischer Länder unterzeichneten, die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten nachließen und die Handelsstimmung somit wieder optimistischer wurde. Nach der Sitzung des EZB-Rats am 30. Oktober 2025 stiegen die kurzfristigen Leitzinserwartungen allmählich an, da die veröffentlichten Daten für den Euroraum eine nach wie vor widerstandsfähige Wirtschaft signalisierten. Während zu Beginn des Berichtszeitraums in der €STR-Terminzinskurve bis Ende 2026 noch kumulierte Zinssenkungen von 8 Basispunkten eingepreist waren, waren es am Ende des Berichtszeitraums stattdessen Zinsanhebungen von 6 Basispunkten. Blickt man über das Jahr 2027 hinaus, so verschob sich die €STR-Terminzinskurve über alle Laufzeiten hinweg nach oben. Das deckt sich mit dem weltweit verzeichneten steileren Verlauf der Zinsstrukturkurven, der in erster Linie auf die höheren

Realzinsen zurückzuführen war. Der zehnjährige nominale OIS-Satz erhöhte sich im Berichtszeitraum insgesamt auf 2,7 %.

Abbildung 14
€STR-Terminzinssätze



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

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

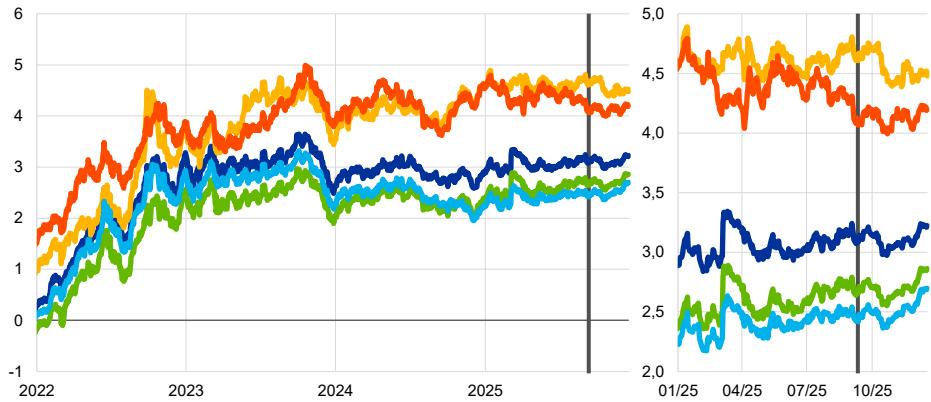
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen notierten am Ende des Berichtszeitraums höher, die Renditeabstände gegenüber den risikofreien Zinssätzen verkleinerten sich jedoch (siehe Abbildung 15 und 16). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldentitel im Eurogebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum um 14 Basispunkte auf rund 3,2 %. Die Renditeabstände von Staatsanleihen zum risikofreien OIS-Satz verengten sich. Hierzu kam es aufgrund einer hohen Risikobereitschaft über die verschiedenen Anlageklassen hinweg und einer günstigen marktseitigen Neubewertung der Haushaltsaussichten für einige Länder (z. B. Spanien und Italien). Die Renditen französischer Staatsanleihen notierten angesichts der nachlassenden politischen Unsicherheit in Frankreich ähnlich wie die Renditen in anderen Ländern des Euroraums. Unterdessen reagierten die Finanzmärkte nur kurzfristig auf eine Bonitätsherabstufung französischer Staatsanleihen. Die nationalen Unterschiede bei den Renditeabständen von Staatsanleihen zu den risikofreien Zinssätzen verringerten sich während des Berichtszeitraums und erreichten historische Tiefstände.

Abbildung 15

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

(in % p. a.)

- BIP-gewichteter Durchschnitt des Euroraums
- Vereinigtes Königreich
- Vereinigte Staaten
- Deutschland
- Zehnjähriger OIS-Satz im Euroraum



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

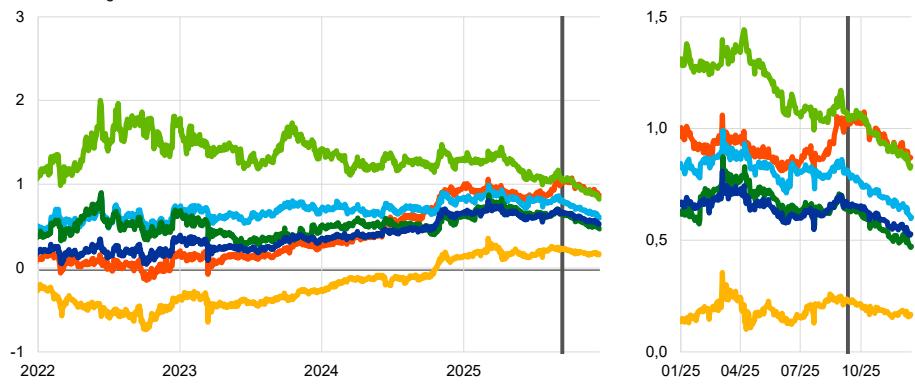
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. September 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Dezember 2025.

Abbildung 16

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

(in Prozentpunkten)

- BIP-gewichteter Durchschnitt des Euroraums
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien
- Portugal



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. September 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Dezember 2025.

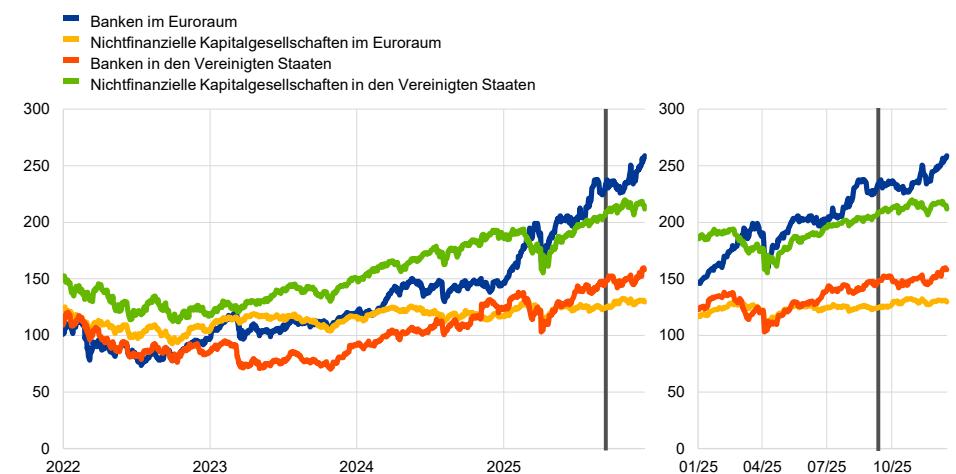
Die Aktienmarktindizes des Euroraums legten im Berichtszeitraum trotz zeitweiliger Rückschläge wegen Bedenken hinsichtlich der Bewertungen von KI-Unternehmen zu (siehe Abbildung 17). Die Aktienindizes des Euroraums stiegen im Berichtszeitraum um 4,9 %. Dabei zogen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 4 % und jene von Banken um 10,6 % an. Ursächlich für die Kursgewinne bei Finanzwerten waren anhaltend steigende Bewertungen am

Aktienmarkt, gestützt durch solide Bilanzen und eine erhöhte Rentabilität. In den Vereinigten Staaten stiegen die Aktienindizes um rund 1,3 %, wobei nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 1,5 % und Banken 6,8 % zulegten. Der breitere Index für US-amerikanische Finanzunternehmen stieg um 1,1 %. Auch wenn die Börsen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten insgesamt im Plus standen, löste das Unbehagen der Anleger hinsichtlich der Bewertungen US-amerikanischer KI-Aktien im November eine Verkaufswelle aus. Allerdings konnten die nachfolgenden soliden Gewinnmeldungen einiger größerer KI-Unternehmen diese Bedenken zerstreuen. Insgesamt entwickelten sich die Aktienkurse im Euroraum besser als in den USA, was zum Teil auf die Sorge vor überhöhten Bewertungen, rückläufigen Liquiditätsbeständen und wachsenden wechselseitigen finanziellen Abhängigkeiten zwischen KI-Unternehmen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen war.

Abbildung 17

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. September 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Dezember 2025.

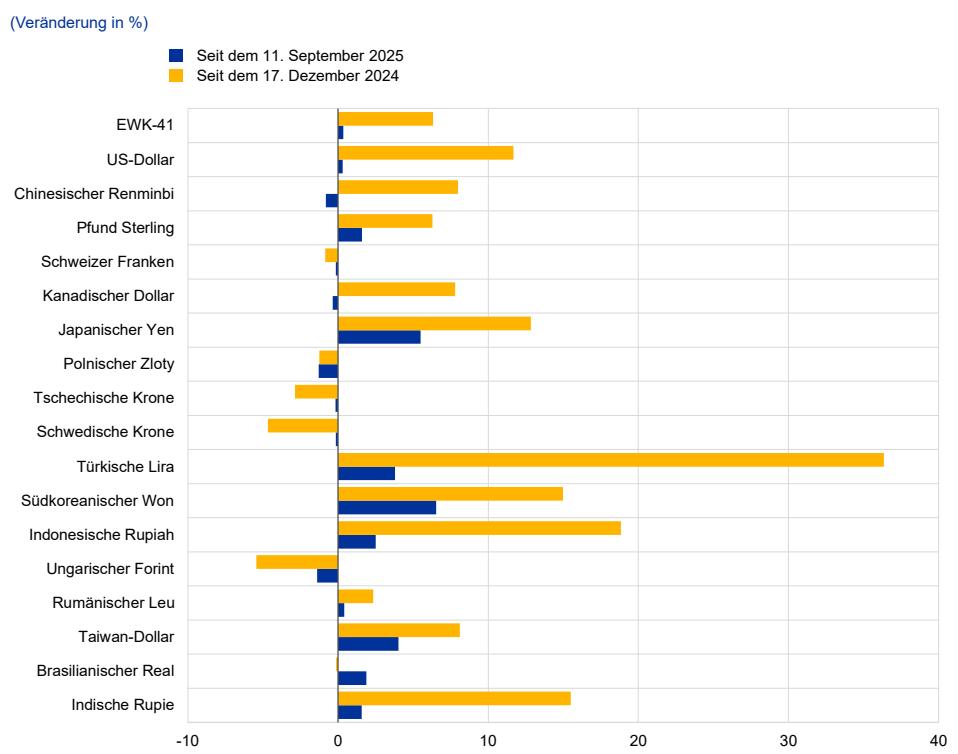
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment weiter und liegen aktuell auf Rekordtiefständen. Die Risikobereitschaft war im Berichtszeitraum nach wie vor hoch und sorgte für günstige Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Unternehmensanleihen. So verringerten sich die Renditeabstände im Investment-Grade-Segment um rund 2 Basispunkte und im Hochzinsbereich um rund 15 Basispunkte. Innerhalb des Investment-Grade-Segments verkleinerten sich die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzierlicher Kapitalgesellschaften um 4 Basispunkte, während sie bei Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften weitgehend unverändert blieben. Im Hochzinsbereich schrumpften die Renditeabstände von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften um 19 Basispunkte, wohingegen sie sich bei finanziellen Kapitalgesellschaften um rund 35 Basispunkte ausweiteten.

An den Devisenmärkten zeigte sich der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in handelsgewichteter Rechnung stabil (siehe Abbildung 18). Der

nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, veränderte sich im Berichtszeitraum kaum (+0,4 %). Diese Stabilität war dadurch bedingt, dass sich die Veränderungen gegenüber den Währungen der verschiedenen Handelspartner gegenseitig ausglichen. So verbuchte der Euro gegenüber dem japanischen Yen ein Plus von 5,5 % und gegenüber dem Pfund Sterling ein Plus von 1,6 %, was auf die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den finanz- und geldpolitischen Aussichten in Japan und im Vereinigten Königreich zurückzuführen war. Der Aufwärtsdruck auf den Euro wurde durch eine Abwertung gegenüber dem chinesischen Renminbi (-0,8 %) und dem polnischen Zloty (-1,3 %) ausgeglichen. Gegenüber dem US-Dollar notierte der Euro mit +0,3 % weitgehend stabil und bewegte sich damit im Berichtszeitraum in der Nähe seines historischen Durchschnitts von 1,18, da sich die im früheren Jahresverlauf verzeichnete kräftige Aufwertung wieder normalisierte. Diese Stabilität war Ausdruck der unerwartet guten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten sowie der weitgehend unveränderten geldpolitischen Erwartungen in den beiden Wirtschaftsräumen.

Abbildung 18

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 17. Dezember 2025.

5

Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen sind seit dem Sommer 2025 weitgehend stabil geblieben, nachdem sie als Reaktion auf die vergangenen Leitzinssenkungen der EZB gesunken waren. Im Oktober 2025 verharnten die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Hypothekarkredite bei 3,5 % bzw. 3,3 %. Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte nahm zwar weiter zu, blieb aber insgesamt verhalten. Für die Unternehmen erhöhten sich Berichtszeitraum (11. September bis 17. Dezember 2025) die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital. Dies war den risikofreien Zinssätzen geschuldet. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 lag im Oktober unverändert bei 2,8 %.

Die Finanzierungskosten der Banken waren im Oktober 2025 weitgehend stabil. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum belief sich in diesem Monat auf 1,5 % (siehe Abbildung 19, Grafik a). Die Renditen von Bankanleihen lagen den Mitte Dezember vorliegenden Daten zufolge weiterhin bei etwa 3 % (siehe Abbildung 19, Grafik b). Die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist sowie die Interbankzinssätze veränderten sich im Oktober kaum. Unterdessen erhöhten sich die Zinssätze für Termineinlagen von privaten Haushalten leicht. Der Zinsabstand zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen blieb im Oktober mehr oder minder unverändert, und zwar sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte. Auch der gewichtete Einlagenzins war weiterhin stabil. Er betrug in diesem Monat 0,9 % und lag damit rund 60 Basispunkte unter seinem Höchststand vom Mai 2024.

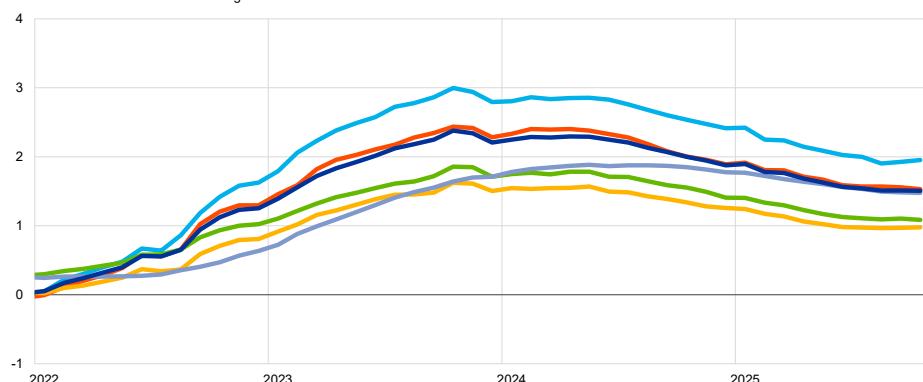
Abbildung 19

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken

(in % p. a.)

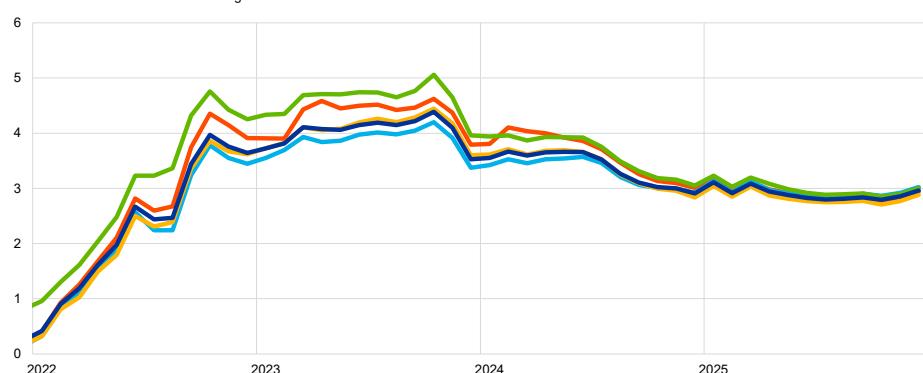
— Euroraum
— Deutschland
— Frankreich
— Italien
— Spanien
— Durchschnittliche Finanzierungskosten der Banken im Euroraum



b) Renditen von Bankanleihen

(in % p. a.)

— Euroraum
— Deutschland
— Frankreich
— Italien
— Spanien
— Durchschnittliche Finanzierungskosten der Banken im Euroraum



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken entspricht dem gewichteten 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). Bei den durchschnittlichen Finanzierungskosten der Banken wird dieselbe Gewichtung wie beim Indikator für die Finanzierungskosten zugrunde gelegt, sie basieren jedoch auf den Zinssätzen ausstehender Einlagen und Interbankenkredite bzw. bei Anleihen auf der Endfälligkeitssrendite bei Emission. Bei den Bankanleherenditen werden die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen zugrunde gelegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2025 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. auf den 17. Dezember 2025 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

Vor dem Hintergrund der unveränderten Leitzinsen und der begrenzten Änderungen bei den längerfristigen Zinsen haben sich die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte seit September stabilisiert. Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben im Oktober 2025 stabil und beliefen sich auf 3,5 %, wobei zwischen den größeren Ländern des Euroraums geringfügige Abweichungen festzustellen waren

(siehe Abbildung 20, Grafik a). Damit lagen die Kreditkosten rund 1,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite blieb im Oktober im Großen und Ganzen unverändert. In den größten Volkswirtschaften des Euroraums war die Entwicklung allerdings uneinheitlich. Die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte verharren bei 3,3 % und lagen somit rund 70 Basispunkte unter ihrem Höchstwert vom November 2023, wobei es auch hier leichte Unterschiede zwischen den größeren Ländern des Euroraums gab (siehe Abbildung 20, Grafik b). Die Lücke zwischen den Kreditzinsen für Privathaushalte und Unternehmen, die im März 2024 mit 140 Basispunkten einen Höchststand erreicht hatte, belief sich unverändert auf 20 Basispunkte. In der Größe dieser Lücke spiegelt sich vor allem die Tatsache wider, dass Kredite an Haushalte in vielen Euro-Ländern üblicherweise längere Zinsbindungsfristen haben, sodass sie weniger stark auf Schwankungen der Geldmarktsätze reagieren.

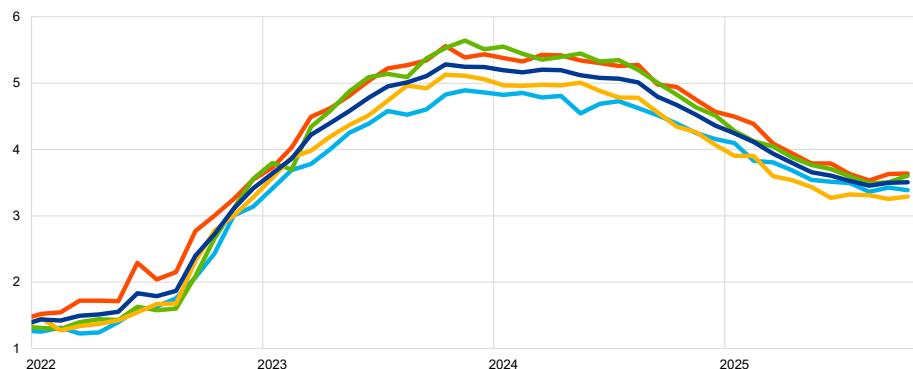
Abbildung 20

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

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.)

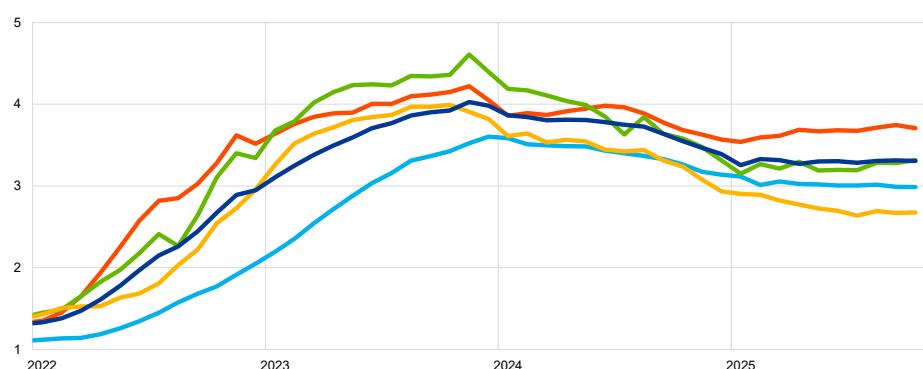
- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte

(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



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 Oktober 2025.

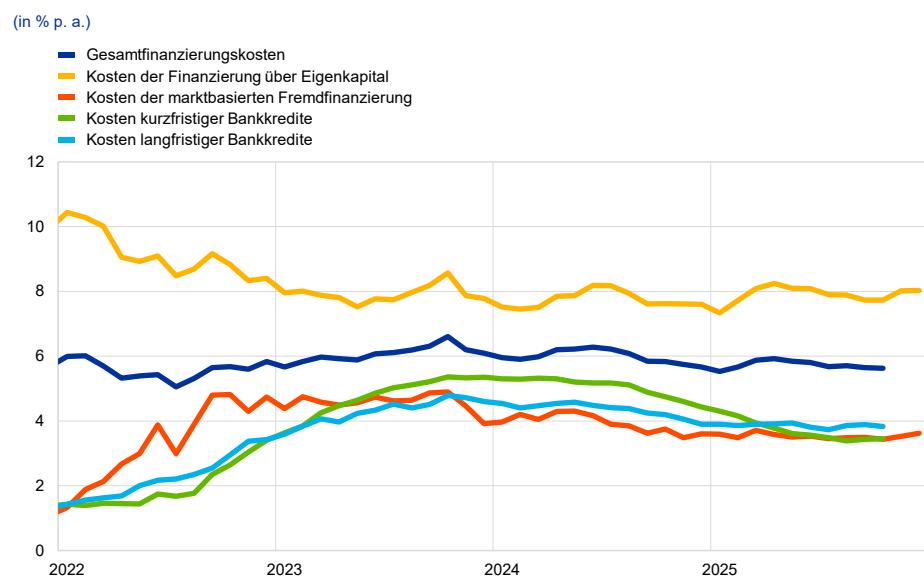
Im Berichtszeitraum vom 11. September bis zum 17. Dezember 2025 erhöhten sich die Kosten der Unternehmen für die marktbasierte Fremdfinanzierung und für die Finanzierung über Eigenkapital. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) lagen im Oktober wie schon im Vormonat bei 5,7 % (siehe Abbildung 21).⁸ Dabei verteuerte sich die Eigenkapitalfinanzierung, was aber durch die im Oktober im Vormonatsvergleich rückläufigen Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung weitgehend

⁸ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Oktober 2025 vor.

ausgeglichen wurde. Die Kosten der Bankkreditaufnahme blieben indes nahezu unverändert. Aus den Tagesdaten für den gesamten Berichtszeitraum vom 11. September bis zum 17. Dezember 2025 geht hervor, dass sich sowohl die marktisierte Fremdfinanzierung als auch – in geringerem Umfang – die Eigenkapitalfinanzierung verteuerte. Die gestiegenen Kosten der marktisierten Fremdfinanzierung waren durch die höheren risikofreien Zinssätze bedingt, während sich die Spreads von Unternehmensanleihen leicht verringerten. Ähnlich verhielt es sich bei der Finanzierung über Eigenkapital: Durch den Anstieg des risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen OIS-Zinssatzes bestimmt) erhöhten sich die Eigenkapitalkosten, obwohl die Aktienrisikoprämie leicht zurückging.

Abbildung 21

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte), der marktisierten Fremdfinanzierung (Monatswerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestände. Bei den Kosten der marktisierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 17. Dezember 2025 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Oktober 2025 (Monatswerte).

Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte blieb moderat und lag weiterhin unter dem historischen Durchschnitt. Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen belief sich im Oktober 2025 wie bereits im Vormonat auf 2,9 %. Sie hat sich seit Jahresbeginn 2025 schrittweise erhöht, bewegt sich aber immer noch unter ihrem historischen Durchschnitt von 4,3 % (siehe Abbildung 22, Grafik a). Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der Unternehmen stieg im Oktober zwar leicht auf 3,2 % an, blieb damit jedoch deutlich unter ihrem historischen Durchschnittswert von 4,8 %. Die Ergebnisse der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2025 lassen auf eine zunehmende Risikoaversion seitens der Banken schließen. Die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten wurden entgegen den Erwartungen insgesamt leicht verschärft. Zugleich nahm die Nachfrage nach neuen

Krediten unter dem Strich geringfügig zu, blieb aber insgesamt schwach. Die Kreditvergabe an private Haushalte erholte sich allmählich weiter. Ihr jährliches Wachstum lag zwar nach wie vor erheblich unter dem historischen Durchschnitt von 4,1 %, beschleunigte sich aber von 2,6 % im September auf 2,8 % im Oktober (siehe Abbildung 22, Grafik b). Gestützt wurde dieser Aufwärtstrend durch das Wachstum der Wohnungsbau- und Konsumentenkredite. Die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte – darunter auch die an Einzelunternehmen – war weiterhin schwach. Laut der jüngsten [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) schätzten die Privathaushalte ihren Zugang zu Krediten im Oktober als etwas schwieriger ein. Sie rechneten allerdings damit, dass er in den kommenden zwölf Monaten unverändert bleiben wird. Das nach wie vor relativ verhaltene Kreditwachstum spiegelt zum Teil die höhere Unsicherheit hinsichtlich der globalen Wirtschaftspolitik wider. Dieser Faktor spielte vor allem in der ersten Jahreshälfte 2025 eine große Rolle, unter anderem aufgrund der handelspolitischen Entwicklung in den Vereinigten Staaten.⁹

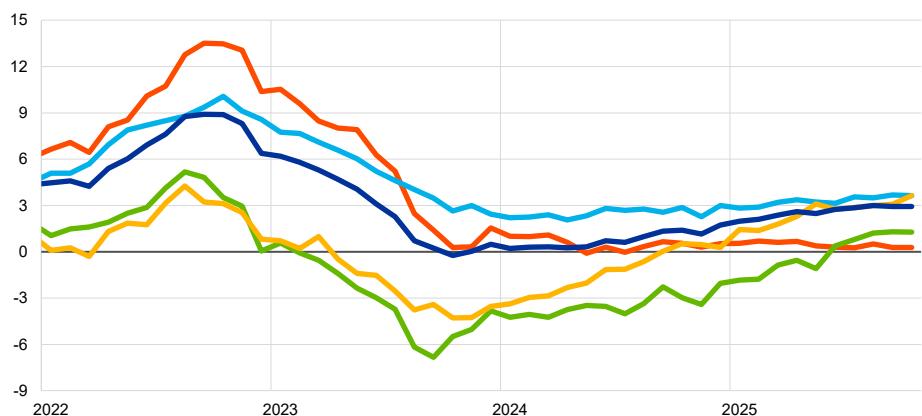
⁹ Siehe Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P., Mendicino, C., Skoblar, A. und Velasco, S. (2025), [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#), Der EZB-Blog, 2. Oktober.

Abbildung 22
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

a) MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

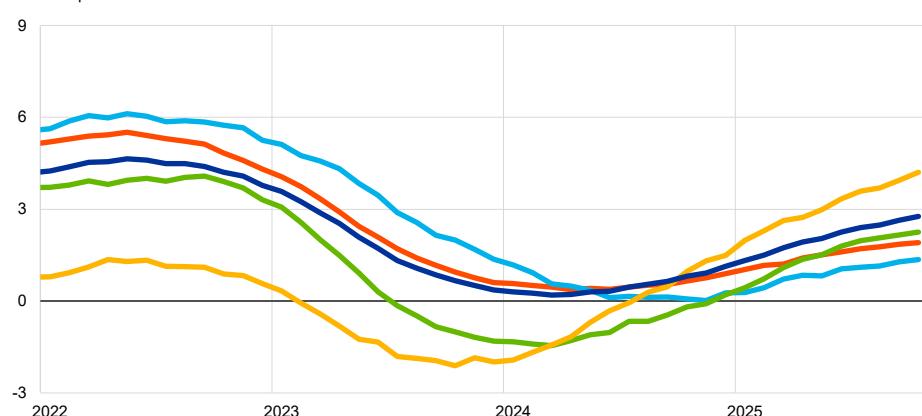
- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



b) MFI-Kredite an private Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



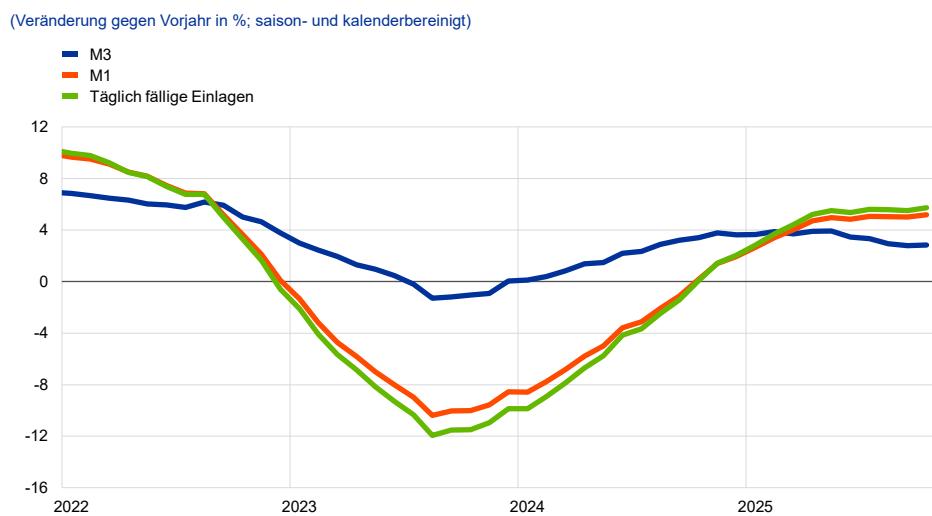
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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 Oktober 2025.

Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 stabilisierte sich im Oktober, wobei es durch die stabile Entwicklung der Kredite und Einlagen der Privathaushalte und Unternehmen gestützt wurde (siehe Abbildung 23). Die kontinuierliche Abschwächung des M3-Wachstums seit Februar 2025 kam im Oktober zum Stillstand, sodass sich die Jahreswachstumsrate von M3 bei 2,8 % eingependelte. Damit lag sie deutlich unter dem im ersten Halbjahr 2025 verzeichneten Niveau (4 %) und auch unter ihrem langfristigen Durchschnitt (6,1 %). Das jährliche Wachstum der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidiesten Komponenten

von M3 umfasst, blieb mit 5,2 % im Oktober nach 5,0 % im September relativ stabil. Triebfeder des M1-Wachstums waren weiterhin die täglich fälligen Einlagen. Hierin kommt die starke Präferenz der Unternehmen und privaten Haushalte für liquide Aktiva zum Ausdruck. Was die Gegenposten betrifft, so leisteten die Kredite an private Haushalte und Unternehmen weiterhin einen moderaten Beitrag zur Geldschöpfung. Die monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland scheinen sich abgeschwächt zu haben und sind im Vergleich zu 2024 volatiler geworden. Angesichts eines reichlichen Anleiheangebots wurde das Geldmengenwachstum durch Staatsanleihekäufe seitens der Banken gestützt. Dies erfolgte vor dem Hintergrund der anhaltenden Verkürzung der Bilanz des Eurosystems im Zuge des passiven Abbaus der Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP), die sich weiterhin dämpfend auf das M3-Wachstum auswirkte.

Abbildung 23
M3, M1 und täglich fällige Einlagen



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2025.

6

Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Die Fachleute des Eurosystems rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2025 damit, dass sich das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum von 3,1 % des BIP im Jahr 2024 auf 3,0 % des BIP im Jahr 2025 verringert hat. Bis 2027 dürfte die Defizitquote auf dann 3,5 % ansteigen, bevor sie 2028 auf 3,4 % zurückgeht. Weitgehend im Einklang mit dieser Entwicklung ist der fiskalische Kurs 2025 wohl leicht restriktiv ausgefallen. Für 2026 wird eine Lockerung und für die beiden Folgejahre wieder eine Straffung erwartet. Allerdings sind die Annahmen zur Finanzpolitik wie auch die entsprechenden Projektionen weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet.¹⁰ Die Europäische Kommission erwartet in ihrem Herbstpaket 2026, dass die meisten Mitgliedstaaten ihren Verpflichtungen nachkommen bzw. nur in begrenztem Maße Gefahr laufen werden, die Vorgaben nicht einzuhalten. Diese Prognose beruht auf der Aktivierung der nationalen Ausweichklausel. Es ist zu begrüßen, dass auf Euroraumebene die national finanzierten Investitionen ausgeweitet werden. Die Regierungen sollten der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie strategischen Investitionen und wachstumsfördernden Strukturreformen Priorität einräumen.

Den aktuellen Projektionen zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet im Projektionszeitraum allmählich verbessern (siehe Abbildung 24).¹¹ Für 2025 wurde auf Euroraumebene ein leichter Rückgang des Defizits erwartet. Danach dürfte das Defizit bis 2027 recht stark auf 3,5 % des BIP ansteigen. Im Folgejahr wird es laut Projektionen nur leicht auf 3,4 % des BIP zurückgehen. Diese Entwicklung spiegelt steigende Zinsausgaben (von 1,9 % des BIP 2024 auf 2,3 % des BIP 2028) wider, denen nur geringfügig gegenläufige Effekte des Konjunkturzyklus gegenüberstehen. Daher bleibt die Konjunkturkomponente im Projektionszeitraum – bei einem leicht positiven Wert 2028 – weitgehend neutral, und unter Berücksichtigung der Transfereinnahmen aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) wird sich auch der konjunkturbereinigte Primärsaldo abermals kaum verändern. Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die Fachleute der EZB im September 2025 erstellt hatten, wurde die Projektion für den Finanzierungssaldo im Zeitraum 2025–2027 leicht gesenkt; dies ist vor allem auf den konjunkturbereinigten Primärsaldo zurückzuführen, der die leichte Verbesserung der Konjunkturkomponente überwiegt.

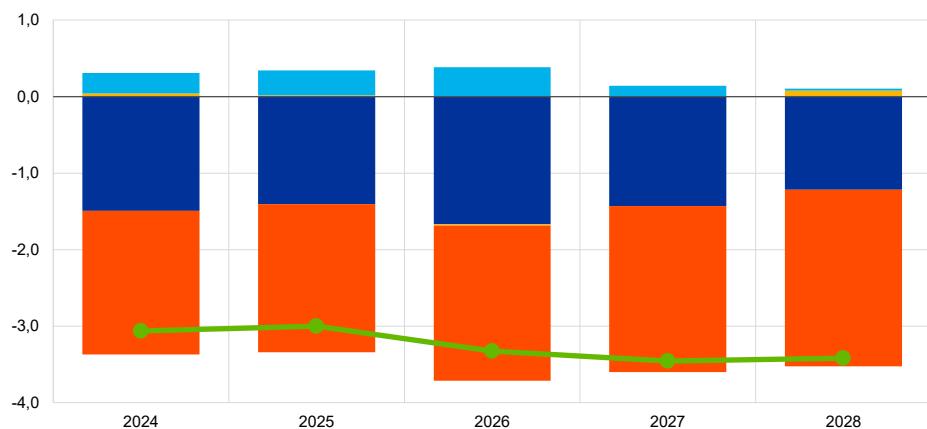
¹⁰ So ist die Finanzplanung einiger großer Euro-Länder noch nicht fertiggestellt bzw. angesichts der aktuellen politischen Lage bereits überholt.

¹¹ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2025.

Abbildung 24**Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung**

(in % des BIP)

- █ Konjunkturbereinigter Primärsaldo (bereinigt um Einnahmen aus NGEU-Transfers)
- █ Konjunkturkomponente
- █ Zinsausgaben
- Finanzierungssaldo
- █ Einnahmen aus NGEU-Transfers

Quellen: EZB-Berechnungen und [Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Europäischen Zentralbanksystems](#) vom Dezember 2025.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 21 Euro-Länder.

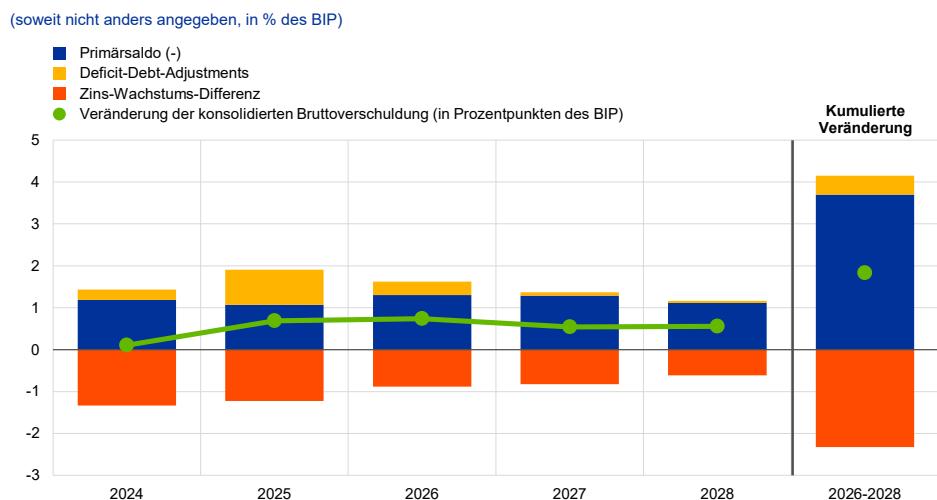
Nach einer leichten Straffung im Jahr 2025 dürfte der fiskalische Kurs im Euroraum 2026 gelockert werden. Für 2027 und 2028 wird erneut eine restriktive fiskalische Ausrichtung projiziert.¹² Die um NGEU-Transfers bereinigte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet für die nächsten Jahre (mit Ausnahme des Jahres 2026) auf eine moderate Straffung des Fiskalkurses hin. Die restriktive fiskalische Ausrichtung im Jahr 2025 ist hauptsächlich diskretionären Maßnahmen auf der Einnahmenseite zuzuschreiben; zu diesen zählen Erhöhungen der Sozialbeiträge und – in geringerem Maße – der direkten und indirekten Steuern. Diesen Erhöhungen wirkte teilweise ein anhaltender Anstieg der öffentlichen Ausgaben entgegen. Im Jahr 2026 dürfte der fiskalische Kurs vor allem aufgrund einer Zunahme der öffentlichen Investitionen gelockert werden. Im Jahr darauf wird in den meisten Staaten unter anderem infolge des Auslaufens der NGEU-Finanzierung eine Konsolidierung eintreten, die – insbesondere in Deutschland – durch fiskalische Impulse kompensiert wird. Zudem wird die Straffung des fiskalischen Kurses 2027 durch die aufgeschobenen, mittels NGEU finanzierten Ausgaben vor allem Spaniens und Italiens begrenzt. Im Folgejahr wird die fiskalische Ausrichtung wohl erneut – im Vergleich zu 2027 aber in langsamem Tempo – restaktiv ausfallen. Hinter der moderaten Straffung verbergen sich allerdings Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. So kompensiert der stark gelockerte Fiskalkurs Deutschlands die deutliche Straffung in Frankreich, Spanien und Italien. Die restriktive Ausrichtung in Spanien und Italien

¹² Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die aus dem EU-Haushalt finanzierten Einnahmen aus den NGEU-Transfers keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie für diese Betrachtung aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

geht darauf zurück, dass dort die Staatsausgaben sinken; vor allem drosseln diese Länder ihre zuvor aus NGEU-Mitteln finanzierten vermögenswirksamen Ausgaben und Investitionen.

Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum steigt den Projektionen zufolge an (siehe Abbildung 25). Nach 86,6 % im Jahr 2024 dürfte sie sich bis 2028 auf 89,2 % erhöhen. Hierfür ausschlaggebend sind Primärdefizite und positive Deficit-Debt-Adjustments, die die günstigen – wenngleich nachlassenden – Effekte der Zins-Wachstums-Differenzen überwiegen. Gegenüber den Projektionen vom September 2025 wurde die Entwicklung der Staatsverschuldung nach unten revidiert. Dies spiegelt einen Basiseffekt aufgrund einer Statistikrevision im Jahr 2024 sowie günstigere Zins-Wachstums-Differenzen wider.

Abbildung 25
Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB-Berechnungen und [Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#) vom Dezember 2025.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 21 Euro-Länder.

Am 25. November 2025 nahm die Europäische Kommission das Herbstpaket des Europäischen Semesters 2026 an, in dem die wirtschafts- und beschäftigungspolitischen Prioritäten bestimmt wurden. Das Paket beinhaltet auch eine Kommissionsbeurteilung, inwieweit die EU-Mitgliedstaaten den finanzpolitischen Rahmen der EU einhalten, und Leitlinien für die Finanzpolitik der Länder im Jahr 2026. Ein weiterer Bestandteil des Pakets ist die Einschätzung der Kommission zu den Übersichten der Euro-Länder über ihre Haushaltsplanung 2026. Vornehmlich aufgrund der Wahlzyklen haben jedoch noch nicht alle Staaten ihre Planungen übermittelt.¹³ Die Kommissionsanalyse kommt zu dem zuversichtlich stimmenden Ergebnis, dass die meisten Mitgliedstaaten – auf Basis der Aktivierung der nationalen Ausweichklausel – ihren Verpflichtungen wohl nachkommen bzw. nur in begrenztem Maße Gefahr laufen werden, die Vorgaben nicht einzuhalten. Ferner ist zu begrüßen, dass auf Euroraumebene die national finanzierten Investitionen

¹³ Belgien und Spanien haben noch keine Übersicht über ihre Haushaltsplanung eingereicht. Österreich legte im Mai 2025 eine Haushaltsübersicht für 2025 und 2026 vor; laut Kommission entspricht sie den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

ausgeweitet werden. Die Regierungen sollten der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie strategischen Investitionen und wachstumsfördernden Strukturreformen Priorität einräumen.

Kästen

1 Einführung des Euro in Bulgarien

Matteo Falagiarda, Christine Gartner und Steffen Osterloh

Am 1. Januar 2026 führte Bulgarien den Euro ein und ist damit der 21. Mitgliedstaat des Euroraums. Den Weg für die Einführung des Euro in Bulgarien und damit die neuerliche Erweiterung des Euroraums nach dem Beitritt Kroatiens im Jahr 2023¹ ebneten die Beurteilungen in den jüngsten Konvergenzberichten der Europäischen Kommission (2025) und der Europäischen Zentralbank (2025). Am 8. Juli 2025 billigte der Rat der Europäischen Union formal den Beitritt Bulgariens zum Eurogebiet und legte den Umrechnungskurs des bulgarischen Lew gegenüber dem Euro auf 1,95583 Lewa je Euro fest. Dieser Kurs entspricht dem Leitkurs des Lew während der Teilnahme des Landes am Wechselkursmechanismus II (WKM II).² Die Einführung des Euro in Bulgarien macht deutlich, dass eine Mitgliedschaft im Euroraum in Zeiten hoher Unsicherheit und geopolitischer Spannungen nach wie vor attraktiv ist.

Durch Handels- und Finanzbeziehungen ist Bulgarien eng mit dem Eurogebiet verflochten. Mit seinen rund 6,5 Millionen Einwohnern trägt das Land etwa 0,7 % zum BIP des Euroraums bei. Die Wirtschaftsstruktur Bulgariens ist weitgehend vergleichbar mit jener des Eurogebiets insgesamt. So entfällt auf die Industrie (einschließlich Baugewerbe) ein Anteil von rund 29 % und auf den Dienstleistungssektor ein Anteil von etwa 68 % der Bruttowertschöpfung (verglichen mit rund 26 % bzw. 72 % im Euroraum). Der Euroraum ist der wichtigste Handels- und Finanzpartner Bulgariens (siehe Abbildung A, Grafik a). Schon vor der Einführung des Euro war die bulgarische Wirtschaft durch einen recht hohen Grad an Euroisierung geprägt. Rund 70 % der Staatsverschuldung sowie ein erheblicher Teil der Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lauteten auf Euro. Die Währungsdenominierung dieser Schulden entsprach der Währungszusammensetzung der Ersparnisse der privaten Haushalte und der liquiden Vermögenswerte der Unternehmen, die hauptsächlich als Einlagen gehalten werden (siehe Abbildung A, Grafik b). Die Geldpolitik des Landes war aufgrund der bestehenden Currency-Board-Regelung mehr als 25 Jahre lang an jene der EZB angelehnt. Im Rahmen dieser Regelung gab es auch einen festen BGN/EUR-Wechselkurs. Die starke Vernetzung Bulgariens mit dem Euroraum kommt überdies in dem engen Gleichlauf des Konjunkturzyklus mit jenem des Euroraums zum Ausdruck, der in den 15 Jahren vor der Euro-Einführung zu beobachten war. Darüber hinaus spielen Banken, die sich im Eigentum von in anderen Euro-Ländern ansässigen Finanzinstituten befinden, eine dominante Rolle im bulgarischen Bankensystem.

¹ Siehe Falagiarda und Gartner (2022).

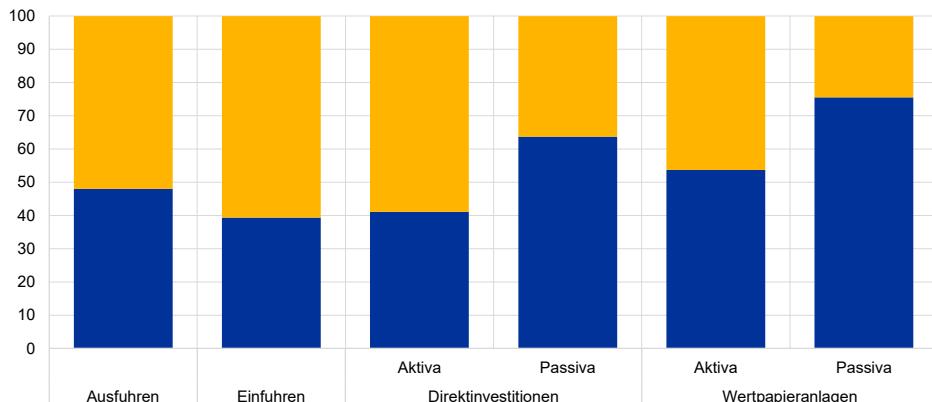
² Siehe Dorrucci et al. (2020).

Abbildung A
Verflechtungen Bulgariens mit dem Euroraum

a) Handels- und Finanzverflechtungen

(in % des Gesamtvolumens)

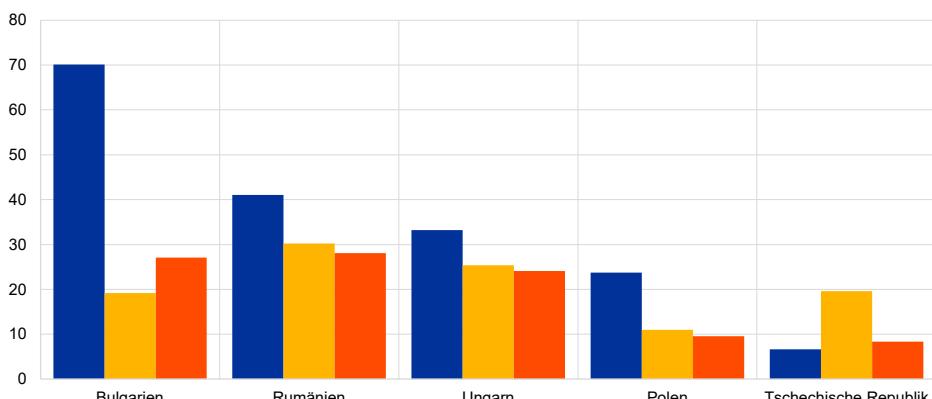
■ Euroraum
■ Übrige Welt



b) Anteil der auf Euro lautenden Staatsverschuldung, Buchkredite und Einlagen

(in % des Gesamtvolumens)

■ Staatsverschuldung
■ Buchkredite
■ Einlagen



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Angaben beziehen sich auf 2024. Ausführen und Einführen beziehen sich ausschließlich auf den Warenhandel. Grafik b: Die Angaben beziehen sich auf die Bestände an Buchkrediten und Einlagen des inländischen Privatsektors (ohne monetäre Finanzinstitute) mit Stand Ende Oktober 2025 und auf den öffentlichen Schuldenstand Ende 2024.

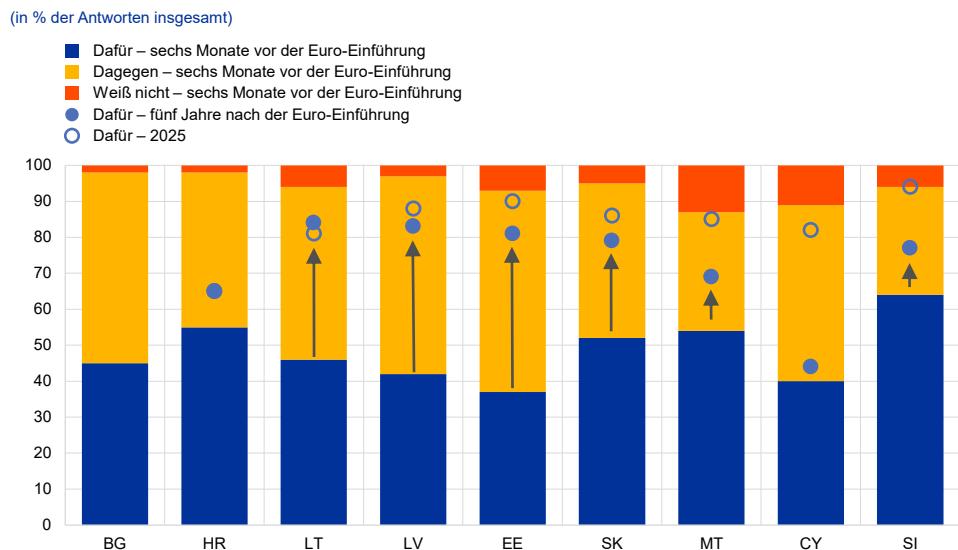
Wie auch andere Länder, die den Euro eingeführt haben, dürfte Bulgarien von geringeren Transaktions- und Kreditkosten profitieren. In Anbetracht der starken Vernetzung Bulgariens mit dem Euroraum und der Zusage des Landes, es werde auch künftig eine solide Haushalts-, Struktur- und Finanzpolitik verfolgen, ist davon auszugehen, dass die Euro-Einführung eine Reihe wirtschaftlicher Vorteile mit sich bringt. Dazu zählen a) eine Ausweitung des Außenhandels und der Investitionen infolge niedrigerer Transaktionskosten, b) eine größere Transparenz und Vergleichbarkeit der Preise sowie c) ein höheres Anlegervertrauen.³ Der Wirtschaft dürften auch niedrigere Kreditkosten aufgrund fest verankerter Inflationserwartungen

³ Einige dieser Vorteile machen sich bereits in den jüngsten Heraufstufungen der Kreditwürdigkeit des Landes bemerkbar.

und geringerer regulatorischer Kosten für die Banken (z. B. niedrigere Mindestreservesätze) zugutekommen. Überdies kann Bulgarien dank der Euro-Einführung an den Entscheidungsprozessen im Eurogebiet mitwirken und die entsprechenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen mitgestalten.

Die Kosten und Risiken der Einführung des Euro dürften gering sein und überwiegend nur einmalig anfallen. Tritt ein Land dem Euroraum bei, geben vor allem die Umstellungskosten und das Risiko ungerechtfertigter Preiserhöhungen bei der Umrechnung in Euro Anlass zur Sorge.⁴ Um diese Bedenken auszuräumen, haben die bulgarischen Behörden verschiedene Maßnahmen ergriffen. Hierzu zählen eine verstärkte Preisüberwachung sowie Kontrollen, um missbräuchliche Praktiken zu bekämpfen. Ergänzt wird dies durch eine lange Phase der obligatorischen doppelten Preisauszeichnung vom 8. August 2025 bis zum 8. August 2026. Gleichwohl ist die Unterstützung der Bürgerinnen und Bürger für die Euro-Einführung in Bulgarien nach wie vor recht gering, da sie Preiserhöhungen befürchten. Dies war auch in anderen Ländern der Fall, als diese auf den Euro umstellten; in der Regel stieg die Zustimmung zum Euro aber nach dessen Einführung (siehe Abbildung B).⁵ Die bereits stark ausgeprägte wirtschaftliche und finanzielle Vernetzung Bulgariens mit dem Euroraum sowie der seit Langem feste BGN/EUR-Wechselkurs sprechen dafür, dass der Verlust der Wechselkursflexibilität als Stabilisierungsinstrument in der Praxis keine Bedeutung haben dürfte.

Abbildung B
Einstellung zum Euro



Quelle: Europäische Kommission (Eurobarometer).

Anmerkung: Die Balken zeigen die Antworten auf die Frage: „Sind Sie persönlich generell eher dafür oder dagegen, dass der Euro in Ihrem Land eingeführt wird?“, die in der Eurobarometer-Umfrage „Einführung des Euro in den Mitgliedsstaaten, die der gemeinsamen Währung noch nicht beigetreten sind“ gestellt wird. Die ausgefüllten Kreise stehen für die Antworten auf die Frage: „Sind Sie eher dafür oder dagegen: eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion mit einer gemeinsamen Währung, nämlich dem Euro?“ im Standard-Eurobarometer vom Herbst jeweils fünf Jahre nach der Euro-Einführung (bzw. Frühjahr 2025 für Kroatien). Leere Kreise zeigen die Antworten auf dieselbe Frage im Standard-Eurobarometer vom Frühjahr 2025.

⁴ Weitere Informationen zu den geschätzten Preisauswirkungen der Währungsumstellung in Kroatien sowie früherer Umstellungen auf den Euro finden sich in: Falagiarda et al. (2023).

⁵ Siehe auch Dreher und Hernborg (2025).

Nach dem Beitritt zur EU im Jahr 2007 erzielte Bulgarien beträchtliche Fortschritte in Richtung Konvergenz mit dem Euroraum. Die übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewichte, die vor Ausbruch der Corona-Pandemie bestanden (etwa eine negative Nettoauslandsposition, Anfälligkeiten im Finanzsektor sowie eine hohe Unternehmensverschuldung), wurden nach und nach korrigiert. Hierzu trugen glaubwürdige Politikmaßnahmen und eine umsichtige Haushaltspolitik bei. Auch bei der realen Konvergenz wurden in Bulgarien erhebliche Fortschritte erzielt. So stieg das Pro-Kopf-BIP des Landes, das 2006 bei rund 35 % des euroraumweiten Durchschnitts gelegen hatte, auf gut 60 % im Jahr 2025 (siehe Abbildung C, Grafik a). Darüber hinaus erreichte Bulgarien mit dem 2020 in Kraft getretenen Rahmenwerk für die enge Zusammenarbeit, das auf eine Angleichung der Aufsichtsstandards an jene des Eurogebiets sowie auf eine Stärkung der Finanzstabilität abzielt, einen höheren Grad an Finanzintegration.

Bulgariens Wirtschaft hat sich gegenüber den jüngsten Schocks recht gut behauptet. Dennoch bestehen weiterhin Risiken bezüglich der Inflationskonvergenz. Die bulgarische Wirtschaft erwies sich in der Pandemie und auch in Anbetracht der jüngsten geopolitischen Spannungen und Preisschübe bei Energie als widerstandsfähig. Gleichwohl ist das Land als kleine und offene Volkswirtschaft nach wie vor außenwirtschaftlichen Schocks ausgesetzt.⁶ Die Inflationsentwicklung wird weiterhin von externen Preisschwankungen beeinflusst, da die Produktion sehr energieintensiv ist und der Anteil von Energie und Nahrungsmitteln an den Konsumausgaben der privaten Haushalte hoch ist.⁷ Eine kräftige, wenn auch nachlassende Lohn- und Kreditdynamik birgt zusätzliche Aufwärtsrisiken. Verglichen mit anderen Ländern, die den Euro eingeführt haben (siehe Abbildung C, Grafik b), lässt das relativ niedrige Einkommens- und Preisniveau in Bulgarien langfristig darauf schließen, dass sich die reale und nominale Konvergenz wohl fortsetzen wird.

⁶ Siehe beispielsweise Bijsterbosch et al. (2025).

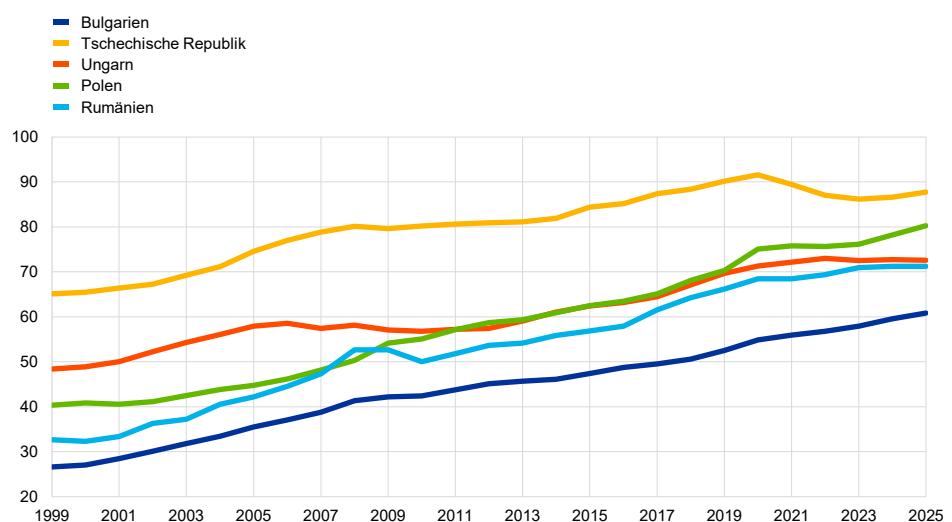
⁷ Siehe auch Falagiarda (2024). Dort finden sich nähere Informationen zu den Gründen und Auswirkungen der hohen Inflation, die in den letzten Jahren in den dem Euroraum angehörenden mittel- und osteuropäischen Ländern (MOEL) verzeichnet wurde. Diese Länder weisen mit Blick auf die Wirtschaft ähnliche strukturelle Merkmale auf wie die MOEL außerhalb des Euroraums, zu denen auch Bulgarien gehörte.

Abbildung C

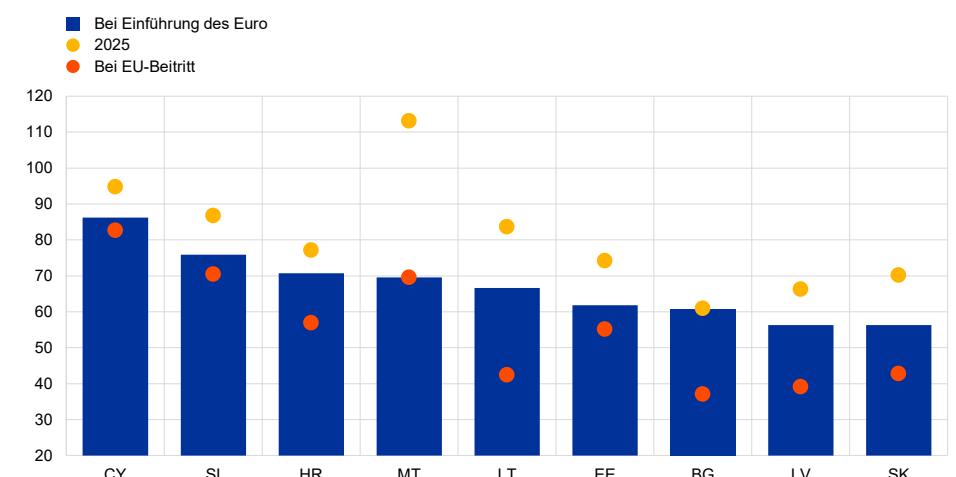
Reales Pro-Kopf-BIP gemessen am Durchschnitt des Euroraums

a) Entwicklung im Zeitverlauf und im Vergleich zu anderen Ländern der Region

(Index: Euroraum = 100)

**b) Vergleich mit anderen Ländern, die den Euro eingeführt haben**

(Index: Euroraum = 100)



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Reales Pro-Kopf-BIP in Kaufkraftparitäten. Die Angaben für 2025 wurden der Herbstprognose 2025 der Europäischen Kommission entnommen. Grafik b: Die blauen Balken zeigen das reale Pro-Kopf-BIP im Jahr vor der Einführung des Euro (z. B. 2007 für Zypern und 2025 für Bulgarien) gemessen am Durchschnitt des Euroraums (EA20). Die roten Punkte stehen für das reale Pro-Kopf-BIP im Jahr vor dem EU-Beitritt (z. B. 2003 für Zypern und 2006 für Bulgarien) gemessen am EA20-Durchschnitt. Die gelben Punkte bilden das geschätzte Niveau im Jahr 2025 gemessen am EA20-Durchschnitt ab.

Bulgarien weist eine anhaltend solide Haushaltsposition auf. Es könnte aber Druck aufkommen, das recht niedrige Niveau der öffentlichen Ausgaben zu erhöhen. Im Rahmen der Currency-Board-Regelung konnte Bulgarien in 13 der letzten 27 Jahre Haushaltsüberschüsse verbuchen und verzeichnete eine Schuldenquote von deutlich unter 60 % (2024 betrug die Quote 23,8 % und war damit die zweitniedrigste in der gesamten EU). Zudem war das Land seit 2012 nie Gegenstand eines Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Zu dieser soliden Haushaltsslage trug eine umsichtige Finanzpolitik bei, die zur Wahrung der Glaubwürdigkeit des Currency Board erforderlich war. Mit der Einführung des Euro

und dem Wegfall der Einschränkungen durch das Currency Board könnten sich die Anreize für die Finanzpolitik ändern. Sollte sich die Sichtweise durchsetzen, dass die Haushaltsdisziplin nicht mehr ganz so strikt ausfallen müsste, könnte dies im Laufe der Zeit zu Ausgabendruck führen. Dies gilt vor allem für Aufgabenbereiche, in denen der Anteil der Ausgaben derzeit recht gering ist. Hier sind in erster Linie die öffentlichen Investitionen zu nennen, die verglichen mit anderen Ländern Mittel- und Osteuropas anhaltend niedrig sind (siehe Abbildung D, Grafik a). Ursächlich hierfür ist unter anderem, dass Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ langsamer als zunächst vorgesehen eingesetzt wurden. Auch die Ausgaben für die soziale Sicherung sowie das Gesundheits- und Bildungswesen sind im Vergleich zum Euroraum verhalten (siehe Abbildung D, Grafik b). Wenn sich der Druck, derartige staatliche Aufwendungen auszuweiten, in höheren Staatsausgaben niederschlägt, wären zur Wahrung einer stabilen Schuldenquote höhere Steuereinnahmen notwendig. Um eine nachhaltige und langfristige wirtschaftliche Konvergenz zu erreichen, wäre es künftig ratsam, im Einklang mit den EU-Regeln zur wirtschaftspolitischen Steuerung und gestützt durch strikte nationale Haushaltsverfahren für solide und wachstumsfreundliche Staatsfinanzen zu sorgen und weitere Strukturreformen zur Steigerung der Produktivität durchzuführen. Zudem ließen sich so ein übermäßiger Inflationsdruck und Wettbewerbsverluste vermeiden, die das langfristige Wachstumspotenzial Bulgariens beeinträchtigen könnten.

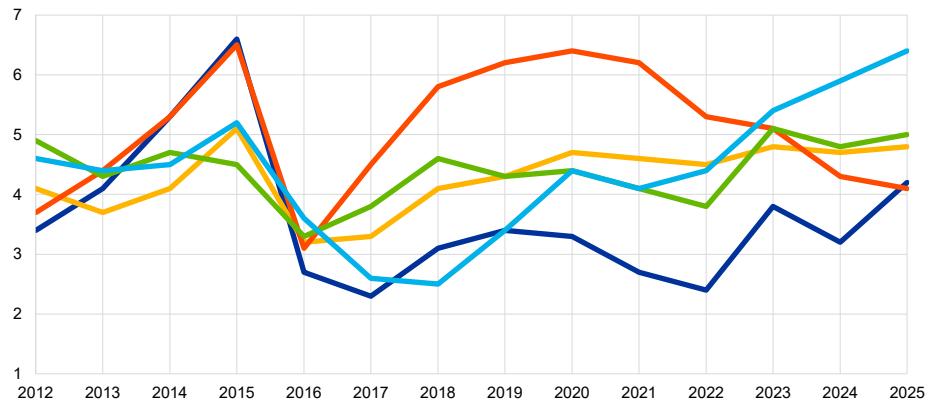
Abbildung D

Öffentliche Investitionen und Ausgaben

a) Öffentliche Investitionen

(in % des BIP)

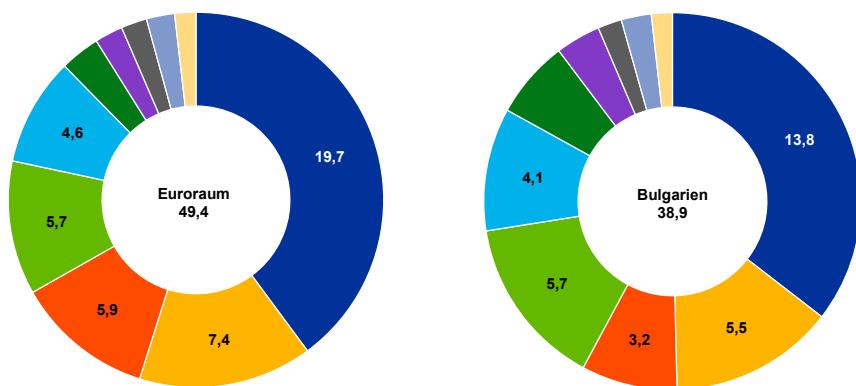
- Bulgarien
- Tschechische Republik
- Ungarn
- Polen
- Rumänien



b) Staatsausgaben nach Aufgabenbereich

(in % des BIP)

- Soziale Sicherung
- Gesundheitswesen
- Allgemeine öffentliche Verwaltung
- Wirtschaftliche Angelegenheiten
- Bildungswesen
- Öffentliche Ordnung und Sicherheit
- Verteidigung
- Freizeitgestaltung, Sport, Kultur und Religion
- Wohnungswesen und kommunale Einrichtungen
- Umweltschutz



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank), Eurostat (CFOG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Angaben für 2025 wurden der Herbstprognose 2025 der Europäischen Kommission entnommen.
Grafik b: Die Angaben beziehen sich auf 2023. Die im inneren weißen Kreis ausgewiesenen Zahlen stellen den Gesamtwert dar.

Literaturverzeichnis

Bijsterbosch, M., Falagiarda, M. und Žídeková, L. (2025), [From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe](#), Der EZB-Blog, 28. November.

Dorrucci, E., Fidora, M., Gartner, C. und Zumer, T. (2020), [Der europäische Wechselkursmechanismus als Vorbereitung für die Einführung des Euro am Beispiel Bulgariens und Kroatiens](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2020.

Dreher, F. und Hernborg, N. (2025), [Love at second sight: support for the euro before and after adoption](#), Der EZB-Blog, 4. November.

Europäische Kommission (2025), [Convergence Report 2025 on Bulgaria](#), European Economy Institutional Papers, Nr. 320, 4. Juni.

Europäische Zentralbank (2025), [Konvergenzbericht](#), Juni.

Falagiarda, M. (2024), [Inflation in the eastern euro area: reasons and risks](#), Der EZB-Blog, 10. Januar.

Falagiarda, M. und Gartner, C. (2022), [Einführung des Euro in Kroatien](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2022.

Falagiarda, M., Gartner, C., Mužić, I. und Pufnik, A. (2023), [Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#), Der EZB-Blog, 7. März.

2

Die Schwierigkeiten und Grenzen textbasierter Indikatoren der handelspolitischen Unsicherheit

Maximilian Schröder

Angesichts der höheren Zölle und der Zollandrohungen hat die handelspolitische Unsicherheit deutlich zugenommen. Hierdurch wird auch die Beurteilung der globalen Wirtschaftsaussichten auf eine neue Weise erschwert. Veränderungen in der Zoll- und Handelspolitik, eine unberechenbare Kommunikation und die Abwendung vom regelbasierten Multilateralismus zugunsten einer bilateralen Verhandlungsmacht haben zu einer erhöhten Unsicherheit für Unternehmen und Investoren geführt. Dies wirkt sich auf deren Beschaffungs-, Produktions- und Investitionsentscheidungen aus und könnte die Handelsdynamik, die Investitionen sowie die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen belasten. Außerdem kann Unsicherheit die Erwartungen beeinflussen und die Konjunktur dämpfen, auch ohne dass es zu einer konkreten Änderung der Politik kommt. Die Überwachung von Unsicherheit ist daher entscheidend geworden, um die Konjunkturaussichten zu bewerten. In den letzten Ausgaben der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB hatte die handelspolitische Unsicherheit großen Einfluss auf die technischen Annahmen.¹

Die handelspolitische Unsicherheit lässt sich jedoch nicht beobachten und ist schwierig zu modellieren. Um sie zu erfassen, werden mithilfe von Indikatoren wie dem in Caldara et al. (2020) beschriebenen Index der handelspolitischen Unsicherheit (HPU-Index) Presseartikel gezählt, in denen Schlüsselwörter zu Handel und Unsicherheit in unmittelbarer Nähe zueinander vorkommen. Dieser in Abbildung A für die Jahre 1990 bis 2025 dargestellte Index zeigte von 1990 bis 2016 eine gedämpfte Entwicklung. Während der ersten Wahlkampagne und Präsidentschaft von Donald Trump sowie des ersten Handelskonflikts zwischen den USA und China von 2018 bis 2020 stieg er dann jedoch an. Im April 2025 erreichte er einen historischen Höchststand, als die zweite Trump-Regierung einen Basiszoll von 10 % auf die meisten Importe und zusätzliche länderspezifische Zölle von bis zu 50 % verhängte. Zwar ist der HPU-Index inzwischen wieder zurückgegangen, er ist aber im historischen Vergleich nach wie vor erhöht.

Die makroökonomischen Auswirkungen handelspolitischer Unsicherheit wurden in linearen Standardmodellen in den letzten Quartalen häufig unplausibel hoch bewertet. Ein Grund hierfür ist, dass diese Modelle historische Zusammenhänge extrapoliieren, die möglicherweise nicht mehr bestehen. Ein weiterer Grund ist die Konstruktionsweise des HPU-Index selbst: Der Anstieg im April impliziert, dass ein sehr großer Teil (rund 10 %) der Presseartikel des zugrunde liegenden Textdatenkorpus Schlüsselwörter enthält, die mit handelspolitischer Unsicherheit in Verbindung stehen. Dies legt die Vermutung nahe, dass der Index

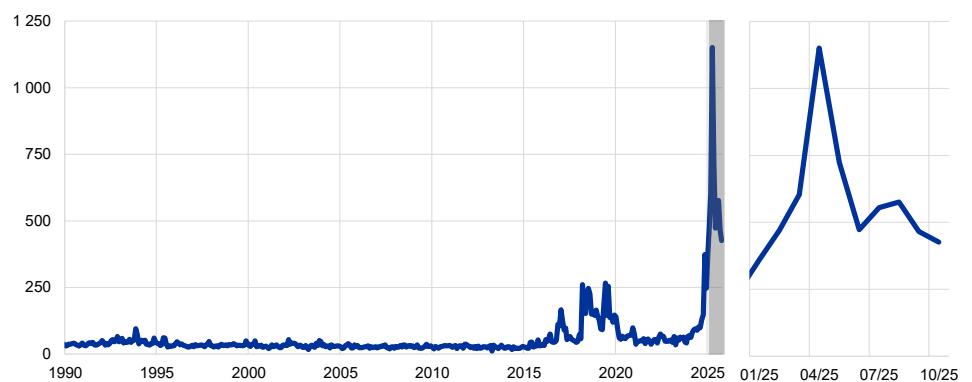
¹ Siehe EZB, Kasten 2 in: [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2025, sowie EZB, Kasten 1, in: [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2025.

durch die erhöhte Aufmerksamkeit der Medien oder durch die Erwähnung handelspolitischer Schlüsselwörter im Zusammenhang mit anderen Themen aufgebläht worden sein könnte.

Abbildung A

HPU-Index

(Anteil der Presseartikel, die Schlüsselwörter zur handelspolitischen Unsicherheit enthalten, in %, multipliziert mit 100)



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

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den rohen HPU-Index nach Caldara et al. (2020).

Die Kontaminierung textbasierter HPU-Indikatoren dürfte damit zusammenhängen, dass sich die handelspolitische Berichterstattung und die Berichterstattung über allgemeine wirtschaftliche oder politische Themen überlagert haben. Es besteht die Sorge, dass politische Maßnahmen die Unsicherheit nicht nur in der Handelspolitik, sondern auch in anderen Politikbereichen erhöht haben. Daher kann sich die gemessene handelspolitische Unsicherheit mit anderen Formen von Unsicherheit überschneiden. Ein Beispiel hierfür ist ein im Juni veröffentlichter Artikel von Reuters (Saphir, 2025), der die Handelspolitik zwar erwähnt, jedoch hauptsächlich im Kontext geopolitischer Risiken. Demnach sei angesichts der hohen Importzölle der Trump-Administration ohnehin mit einer Abkühlung der US-Konjunktur zu rechnen, und ein Anstieg der Ölpreise infolge des Angriffs Israels und der Vereinigten Staaten auf den Iran könne vor diesem Hintergrund den Ausgabenspielraum der privaten Haushalte stark einschränken. Ein weiterer Grenzfall betrifft Artikel, die die wirtschaftliche Unsicherheit in Bezug auf die Auswirkungen der Zölle erörtern und nicht die Unsicherheit über die Handelspolitik selbst. So heißt es z. B. im oben genannten Artikel, dass zwar auch davon ausgegangen werde, dass sich die Inflation im vergangenen Monat in der Nähe des 2%-Ziels der Fed bewegt habe, viele Vertreter der US-Notenbank jedoch erwarteten, dass sich die Zölle in höheren Preisen niederschlagen würden. Folglich können Medienberichte die Anzahl von HPU-bezogenen Schlüsselwörtern aufblähen, wenn der Index ausschließlich im wirtschaftlichen Sinne interpretiert wird. Angesichts dessen wird in diesem Kasten davor gewarnt, die Ergebnisse des HPU-Index mechanisch als reine Unsicherheitsschocks zu interpretieren. Stattdessen wird eine alternative Messgröße vorgestellt, die in makroökonomischen Standardmodellen verwendet werden könnte.

Die Standardmessgröße der handelspolitischen Unsicherheit kann durch das Herausfiltern kontaminierender Einflüsse verfeinert werden. Solche Einflüsse

werden zum Problem, wenn bei einer ökonometrischen Analyse versucht wird, unterschiedliche Unsicherheitskanäle voneinander zu isolieren, etwa in der Szenarioanalyse. So kann es zu Doppelzählungen kommen, wenn die Werte des rohen HPU-Indikators als eigenständige handelspolitische Unsicherheitsschocks behandelt werden. Im vorliegenden Kasten wird daher eine alternative HPU-Messgröße vorgeschlagen, bei der der rohe Index um Fälle bereinigt wird, in denen zugleich bestimmte andere Schlüsselwörter erwähnt werden, wie etwa in den im letzten Absatz dargestellten Beispielen. Statt die Messgröße komplett neu zu konstruieren, wird die unbereinigte Zeitreihe als Grundlage verwendet und indirekt bereinigt, indem sie auf eine Reihe von Proxys, eine Konstante und einen Corona-Pandemie-Dummy regressiert wird. Hierdurch wird die Zeitreihe um Bewegungen bereinigt, die sich mit dem historischen Gleichlauf bestimmter unsicherheitsbezogener Schlüsselwörter erklären lassen. Veränderungen, die über diesen Effekt hinausgehen, bleiben hingegen erhalten. Die erste Gruppe von Proxys trägt Episoden Rechnung, in denen die HPU-Werte durch die breitflächige Berichterstattung zum Thema Unsicherheit aufgeblättert werden. Zu diesen Proxys zählen die von Baker et al. (2016) nach Kategorien unterteilten Indizes der wirtschaftspolitischen Unsicherheit (ohne die Handelspolitik); der Index der geopolitischen Risiken von Caldara und Iacoviello (2022); der „CBOE Volatility“-Index (VIX) sowie die Volatilität des Ölpreises. Die zweite Gruppe von Proxys berücksichtigt Episoden, in denen Stress an den Finanzmärkten oder Störungen der Lieferketten die Berichterstattung über handelsbezogene Risiken prägen. Konkret werden der US-amerikanische National Financial Conditions Index (NFCI) und der Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) einbezogen. Der effektive Zollsatz, definiert als die Zolleinnahmen im Verhältnis zu den Importen, trägt schließlich den Fällen Rechnung, in denen die Medienberichterstattung tatsächliche Änderungen der Handelspolitik widerspiegelt und nicht die Unsicherheit über künftige Maßnahmen.²

Der bereinigte Index weist im Jahresverlauf 2025 deutlich geringere

Ausschläge auf. Abbildung B, Grafik a zeigt den bereinigten HPU-Index zusammen mit dem rohen, unbereinigten Index.³ Der bereinigte Index weist zwar dieselben wesentlichen Merkmale auf wie der rohe, doch die im Jahr 2025 beobachteten Ausschläge sind nur ein Fünftel so hoch und übersteigen auch das während des ersten Handelskonflikts zwischen den USA und China verzeichnete Niveau weniger stark.⁴ Der bereinigte HPU-Index hat sich zuletzt weitgehend ähnlich entwickelt wie verschiedene Messgrößen der wirtschaftspolitischen Unsicherheit (WPU), darunter der nachrichtenbasierte sowie der dreikomponentige WPU-Indikator für die Vereinigten Staaten und der weltweite WPU-Indikator (siehe Abbildung B, Grafik b). Dass sich die Ausschläge der verschiedenen Unsicherheitsmessgrößen überlagern, erklärt zum Teil den überproportionalen Anstieg des rohen HPU-Index. Doch auch der bereinigte HPU-Index schnellt um die Zeit des ersten Handelskonflikts zwischen den USA und China in die Höhe und weist einen ähnlichen Verlauf auf wie der rohe. Insgesamt stützt dies die Auffassung, dass der unbereinigte HPU-Index im derzeit

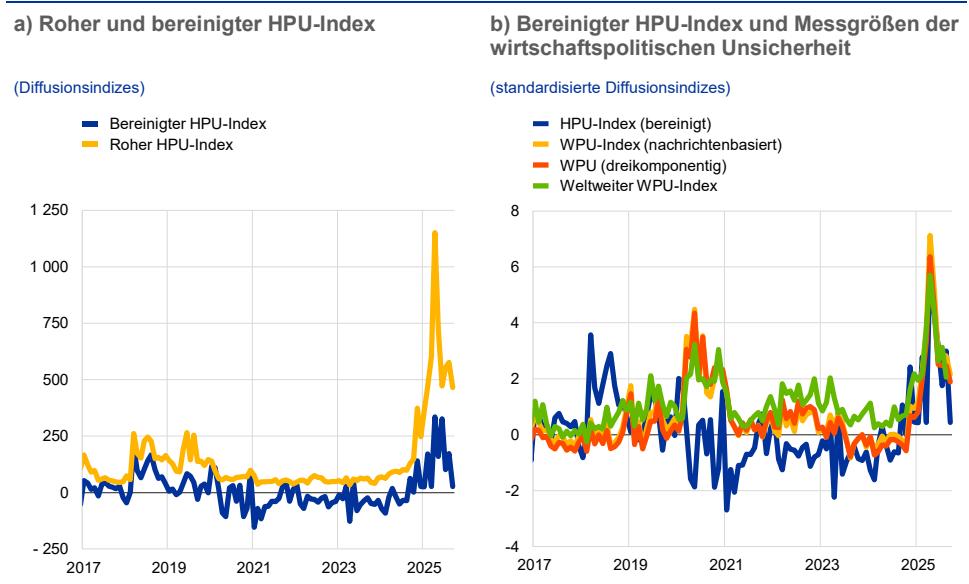
² Der effektive Zollsatz ist um Ausreißer bereinigt.

³ Der bereinigte Index ist beim langfristigen historischen Durchschnitt zentriert. Folglich bedeuten negative Werte, dass die bereinigten HPU-Werte unterhalb dieses Durchschnitts liegen, während positive Werte auf eine überdurchschnittliche Unsicherheit hinweisen.

⁴ Der bereinigte Index ist etwas volatiler, was möglicherweise das Rauschen in der Analyse verstärkt.

äußerst unsicheren Umfeld falsch interpretiert werden kann, wenn keine enge Auslegung handelspolitischer Unsicherheitsschocks erfolgt.

Abbildung B
HPU-Index und andere Messgrößen der Unsicherheit



Quellen: Grafik a: Caldara et al. (2022) und EZB-Berechnungen; Grafik b: Baker et al. (2016), Davis (2016) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

Mithilfe des bereinigten HPU-Index lassen sich kontrafaktische Szenarios konstruieren, die plausiblere Schätzungen der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen ergeben.

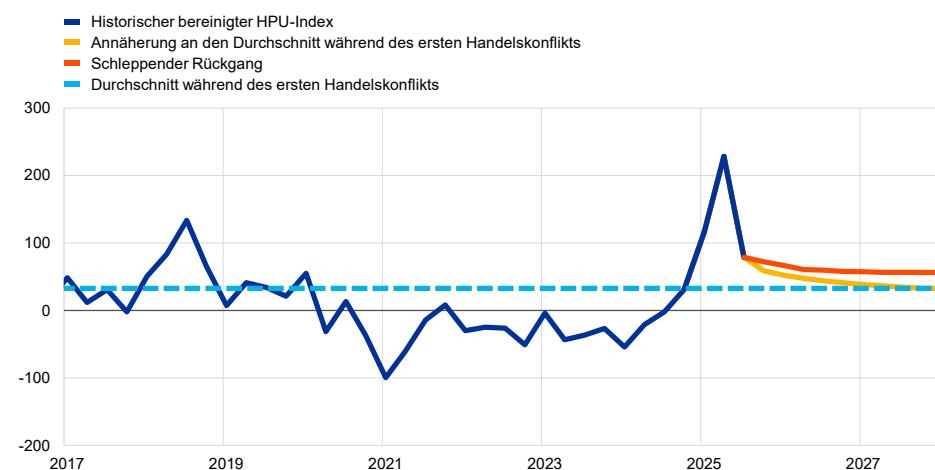
Der bereinigte Index kann verwendet werden, um alternative Pfade für den Grad der handelspolitischen Unsicherheit zu definieren und diese auch zu aktualisieren, sobald neue Daten verfügbar werden. Somit kann dieser Index einen flexiblen Input für bedingte Prognosen und Projektionen liefern. Abbildung C, Grafik a veranschaulicht zwei Szenarios: Im ersten Szenario sinkt die handelspolitische Unsicherheit von ihrem aktuellen Niveau auf den Durchschnittswert während des ersten Handelskonflikts ab, und im zweiten Szenario wird ein schleppenderer Rückgang unterstellt. Abbildung C, Grafik b zeigt die entsprechenden Effekte auf das BIP der Vereinigten Staaten und auf das BIP weltweit (ohne USA) unter Berücksichtigung der seit Anfang 2025 durch die handelspolitische Unsicherheit implizierten Schocks. Unter diesen Annahmen würde das BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten und in der übrigen Welt bis Ende 2027 um rund 0,1 Prozentpunkte sinken, wenn die Unsicherheit wieder auf das Niveau des ersten Handelskonflikts zurückginge, und um rund 0,2 Prozentpunkte, wenn die Unsicherheit länger erhöht bliebe.

Abbildung C

Auswirkungen der handelspolitischen Unsicherheit auf das Wachstum

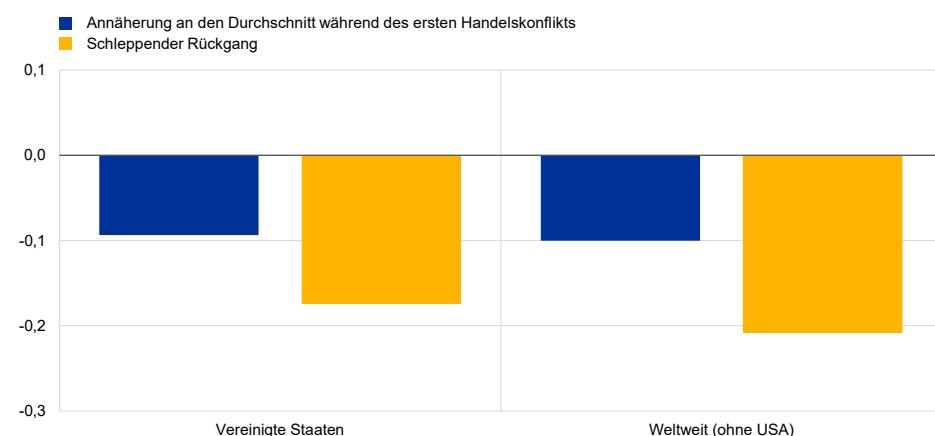
a) Entwicklung der handelspolitischen Unsicherheit

(Index: gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



b) Kumulierter Effekt der Unsicherheit auf das BIP-Wachstum, 2025-2027

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2025. Bei den Angaben für den Zeitraum danach handelt es sich um Hochrechnungen. Grafik b: Die Effekte werden anhand von Prognosen auf Basis bayesianischer Vektorautoregressionsmodelle berechnet. Dabei wird der angenommene Pfad der bereinigten handelspolitischen Unsicherheit zugrunde gelegt. Die Modelle umfassen für jede Region jeweils die bereinigte handelspolitische Unsicherheit, das logarithmierte BIP, die logarithmierten Investitionen, den logarithmierten Verbraucherpreisindex (VPI) sowie einen Dummy für die Corona-Pandemie. Der HPU-Schock wird mithilfe der Cholesky-Identifikation bestimmt.

Abschließend lässt sich feststellen, dass eine Anpassung der HPU-Messgrößen ihre Indikatoreigenschaften verbessern und ihre Interpretation erleichtern kann. Im vorliegenden Kasten wird argumentiert, dass textbasierte Messgrößen der handelspolitischen Unsicherheit möglicherweise ein eher weiter gefasstes Konzept der Unsicherheit abbilden und nicht nur die Unsicherheit, die allein aus Ankündigungen handelspolitischer Maßnahmen sowie deren Umsetzung resultiert. Werden störende Einflüsse und Effekte aufgrund des Zyklus der Medienaufmerksamkeit herausgerechnet, dann sind die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen, die sich aus diesen bereinigten Messgrößen der handelspolitischen Unsicherheit ergeben, nicht so bedeutend, wie es üblicherweise in der Literatur beschrieben wird. Hinzu kommt, dass diese alternativen Indikatoren auch gut zur

Definition von Szenarios für bedingte Prognosen und Projektionen herangezogen werden können, wenn eine restriktivere Definition von handelspolitischer Unsicherheit zugrunde gelegt wird. In diesem Zusammenhang diente der bereinigte HPU-Index als Ausgangspunkt für die Analysen der Auswirkungen von handelspolitischer Unsicherheit in den makroökonomischen Projektionen des Eurosystems/der EZB. Dabei wurde er sowohl für die Basisprojektionen als auch für die Szenarioanalysen verwendet.

Literaturverzeichnis

- Baker, S. R., Bloom, N. und Davis, S. J. (2016), Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 131, Ausgabe 4, S. 1593-1636.
- Caldara, D. und Iacoviello, M. (2022), Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, Bd. 112, Nr. 4, April, S. 1194-1225.
- 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, S. 38-59.
- Davis, S. J. (2016), An Index of Global Economic Policy Uncertainty, Working Paper des NBER, Nr. 22740, National Bureau of Economic Research, Oktober.
- Saphir, A. (2025), US attack on Iran adds to economic uncertainty, *Reuters*, 23. Juni.

3

Echtzeitüberwachung des Handels: Erweiterung der Nowcasting-Instrumente durch Satellitendaten

Rinalds Gerinovics und Baptiste Meunier

Die jüngsten Schocks haben deutlich gemacht, wie wichtig und zugleich komplex die zeitnahe Überwachung des Welthandels ist. Die weitreichenden Folgen der Lieferengpässe nach der Corona-Pandemie (2021-2022), die Störungen im Panamakanal (2023) und im Roten Meer (2024-2025) und die zuletzt beobachteten Eskalationen im Zollstreit haben die Notwendigkeit einer zeitnahen Überwachung des Handels unterstrichen. In diesem Kasten wird dargelegt, wie der Einbezug von Echtzeitindikatoren, die aus Satellitendaten zu Schiffsbewegungen abgeleitet werden, in einen gängigen Tracker zeitnahe Einblicke in die Dynamik des internationalen Handels verschaffen kann. Der erweiterte Tracker weist derzeit auf eine zwar gedämpfte, aber sich aufhellende Handelsdynamik hin.

Die EZB entwickelte erstmals 2020 einen Welthandelstracker, um das Wachstum der weltweiten Einfuhren (außerhalb des Euroraums) anhand handelsbezogener Finanzindikatoren zu überwachen; allerdings war dessen Genauigkeit begrenzt.¹ Diese erste Version stützte sich vorwiegend auf Finanzmarktdaten wie etwa die Aktienkurse globaler Logistikunternehmen. Basierend auf der Methode von Lewis et al. (2022) wurde eine Hauptkomponentenanalyse herangezogen, um den fundamentalen Trend aus einem zugrunde liegenden Datensatz herauszulesen, bei dem (tägliche und wöchentliche) Hochfrequenzdaten mit monatlichen Indikatoren kombiniert wurden.² Trotz seiner Aktualität im Vergleich zu Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, die erst 30 bis 45 Tage nach Ende des Referenzquartals veröffentlicht werden, war die Out-of-sample-Genauigkeit dieser Tracker-Version begrenzt.

Neue Indikatoren auf Basis satellitenerfasster Schiffsbewegungen bieten Echtzeitinformationen zum Handel (aufgeschlüsselt nach Ländern und Waren). Das automatische Schiffsidentifizierungssystem (AIS) ist ein Trackingsystem, über das Schiffe wichtige Informationen wie Identität, Position, Geschwindigkeit, Kurs und Navigationsstatus (zum Beispiel in Fahrt oder vor Anker) an Satelliten übermitteln. AIS-Daten wurden ursprünglich genutzt, um Kollisionen zu verhindern. Inzwischen werden sie aber auch häufig in der Wirtschaftswissenschaft verwendet. Dies liegt darin begründet, dass es sich dabei um tägliche Daten handelt, die mit nur einem Tag Verzögerung veröffentlicht werden. Zur Überwachung des Handels werden vier Indizes verwendet: 1) aggregierte Handelsdaten auf Länderebene (Einfuhren und Ausfuhren) auf Basis des in die Häfen des jeweiligen Landes verbrachten Frachtvolumens; 2) Seeverkehr an wichtigen Engpässen auf Basis derselben Methode; 3) Handelsströme für wichtige Rohstoffe wie z. B. Öl, Flüssiggas (LNG), Eisen, Kohle und Bauxit, abgeleitet aus der Überwachung von Tankern und

¹ Siehe Delle Chiaie und Perez-Quirós (2020).

² Monatliche Zeitreihen tragen dazu bei, die Volatilität bei Hochfrequenzdaten zu glätten. Empirische Tests zeigen, dass monatliche Daten sowohl die Korrelation innerhalb der Stichprobe (in sample) als auch die Out-of-sample-Prognosegüte verbessern.

Massengutfrachtern; sowie 4) Automobilexporte, abgeleitet aus der Erfassung von Roll-on-roll-off-Schiffen, die für den Fahrzeugtransport bestimmt sind.

Die satellitenbasierten Indikatoren bilden wichtige Ereignisse im Welthandel gut ab. So spiegelte sich der Anstieg des Warenhandels nach der Pandemie in einer erheblichen Zunahme des Seeverkehrs wider (siehe Abbildung A, Grafik a). Im zweiten Quartal 2025 ließen die Daten eine deutliche Abkühlung des US-amerikanischen Handels vor dem Hintergrund zunehmender Handelshemmisse erkennen, aber auch die gleichzeitige Widerstandsfähigkeit des Handelsverkehrs in China. Analog dazu zeigten sich die weitverbreiteten Lieferengpässe nach der Pandemie in den überdurchschnittlichen Rückstaus in wichtigen US-Häfen (siehe Abbildung A, Grafik b). Ein weiteres Beispiel waren die Angriffe von Huthi-Rebellen auf Schiffe im Roten Meer im Jahr 2024, die Reedereien dazu veranlassten, ihre Schiffe über das Kap der Guten Hoffnung umzuleiten (siehe Abbildung A, Grafik c).

Abbildung A
Satellitenbasierte Handelsindikatoren

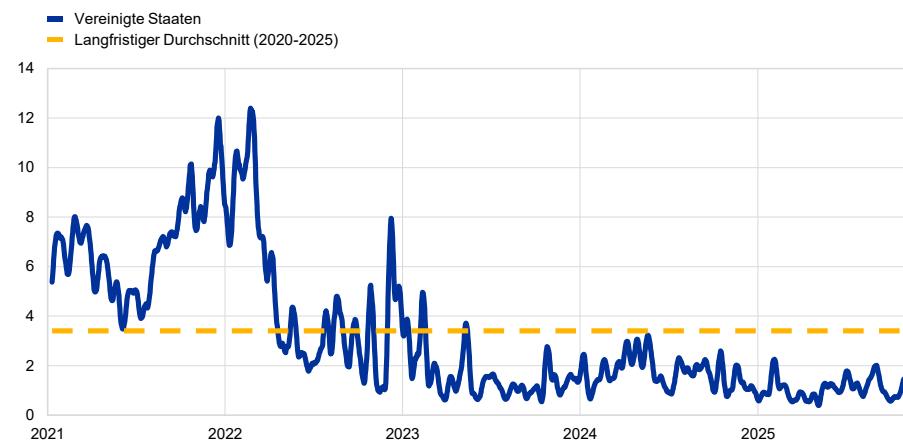
a) Seehandel

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



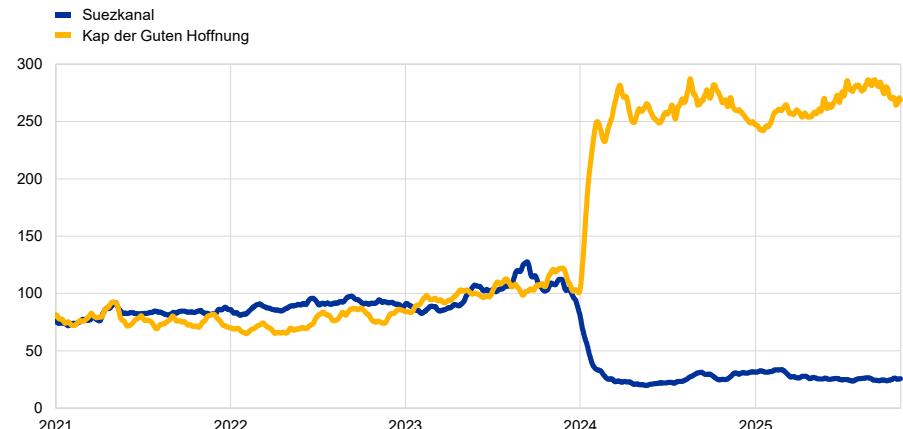
b) Rückstaus in wichtigen Häfen

(Anzahl der Tage im Ankergebiet)



c) Seeverkehr an wichtigen Engpassen

(gleitender 30-Tages-Durchschnitt; Index: Januar bis Oktober 2023 = 100)



Quellen: QuantCube und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik b basiert der Index auf Containerschiffen in den Häfen von Los Angeles und Long Beach. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 30. Oktober 2025.

Satellitenbasierte Indikatoren korrelieren stärker mit dem Welthandel als Finanzindikatoren. Damit sind sie gut geeignet, um den Handelstracker zu erweitern. Statistische Tests (Efron et al., 2004; Fan und Lv, 2008) zur Bewertung der Prognosekraft verschiedener täglicher und wöchentlicher Indikatoren zu den weltweiten Einfuhren zeigen, dass satellitenbasierte Datenreihen besser abschneiden als marktbasierte Indikatoren (wie Aktienkurse, Frachtraten und Rohstoffpreise) und Indikatoren aus alternativen Datenquellen (etwa Google Trends oder Flugdaten). So wiesen beispielsweise bestimmte satellitenbasierte Indizes (wie die EU-Automobilexporte) im Zeitraum von 2016 bis 2024 eine Pearson-Korrelation mit den globalen Einfuhren von über 0,7 auf. Dagegen liegt die durchschnittliche Korrelation der Finanzindikatoren bei 0,4.

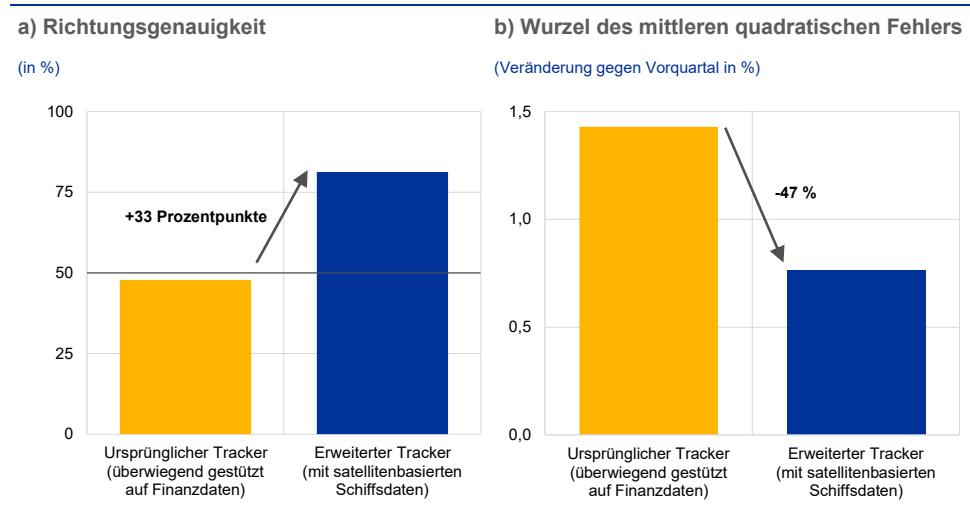
In den überarbeiteten Welthandelstracker fließen die Satellitendaten mit der größten Prognosekraft ein.³ Die Auswahl ist an die entsprechende Fachliteratur angelehnt, wonach Faktormodelle wesentlich präziser sind, wenn weniger, dafür aber aussagekräftigere Prädiktoren ausgewählt werden (Bai und Ng, 2008). Der erweiterte Tracker enthält 47 Datenreihen, darunter 25 wöchentliche Indikatoren (vier Aktienkurse von Reedereien und 21 satellitenbasierte Indikatoren) und 22 monatliche Indikatoren (wie den Einkaufsmanagerindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft sowie Zolldaten). Die länderspezifischen Indikatoren decken zwölf Länder ab, deren Anteil am internationalen Handel bei 64 % liegt. Hier wurden die datengestützten Variablen so ausgewählt, dass sie der zentralen Rolle Chinas Rechnung tragen. So stehen mehrere der ausgewählten Indikatoren (Automobilexporte, Gesamthandel und Importe von LNG, Eisen und Öl) mit dem Handel dieses Landes in Zusammenhang.

Satellitendaten verbessern die Prognosegüte des Trackers sowohl im Hinblick auf die Richtungsgenauigkeit als auch im Hinblick auf die Punktgenauigkeit erheblich. So stieg die Richtungsgenauigkeit dadurch von 50 % auf 80 %, während bei der Punktgenauigkeit eine Halbierung der Out-of-sample-Fehlerquote erreicht wurde. Die Out-of-sample-Prognosegüte des ursprünglichen Trackers lag in Bezug auf die Richtung bei unter 50 %. Konkret bedeutet dies, dass er die Richtung des Wachstums des Welthandels in weniger als der Hälfte der Fälle korrekt vorhersagte. Dagegen lag die Richtungsgenauigkeit des überarbeiteten Trackers im Zeitraum von 2021 bis 2024 bei rund 80 % (siehe Abbildung B, Grafik a).⁴ Ähnliche Ergebnisse zeigen sich bei der Genauigkeit der Punktprognosen. Hier verringert sich bei einer Out-of-sample-Betrachtung die Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers um rund 50 % (siehe Abbildung B, Grafik b).

³ Um die Einheitlichkeit bei Datenaufbereitung, Ausgangspunkten und der Abfolge in der Hauptkomponentenanalyse sicherzustellen, wurde die Methodik verfeinert. Der Regressorensatz wurde um Hochfrequenzanpassungen gemäß Wegmüller und Glocker (2023) erweitert. Technische Änderungen wirkten sich nur begrenzt auf die Out-of-sample-Ergebnisse aus.

⁴ Bei den Prognosen handelt es sich um Pseudo-Echtzeit-Prognosen, d. h., es werden Verzögerungen bei der Veröffentlichung, jedoch keine Revisionen berücksichtigt.

Abbildung B
Out-of-sample-Prognosegüte



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

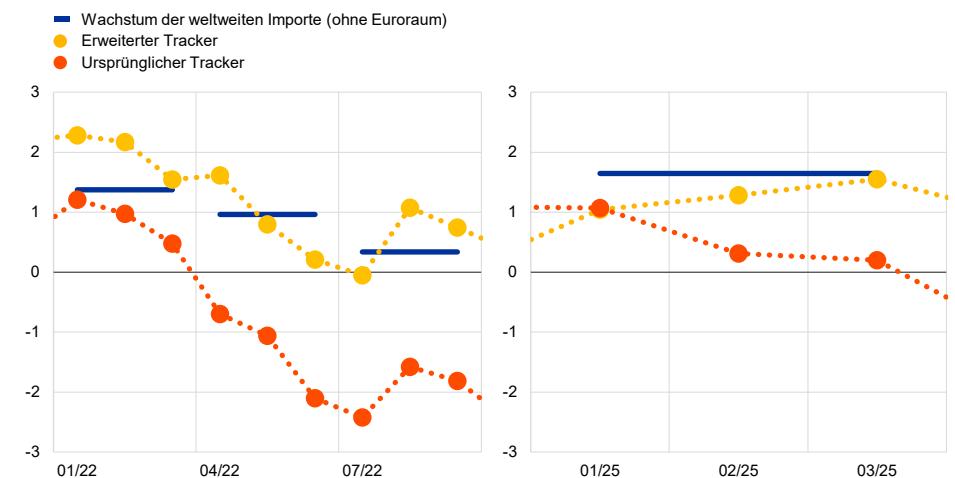
Anmerkung: Genauigkeit im Zeitraum von 2021 bis 2024. In Grafik a entspricht die Richtungsgenauigkeit dem Anteil der Zeiträume, in denen die Richtung der Veränderung des tatsächlichen weltweiten Importwachstums (positiv oder negativ) mit der vom Tracker vorhergesagten Richtung übereinstimmte.

Der erweiterte Tracker ist insbesondere in Zeiträumen, in denen sich Finanzmarktvariablen anders entwickeln als der Welthandel, präziser als der ursprüngliche Tracker. Der Welthandel korreliert zwar generell stark mit den Entwicklungen an den Finanzmärkten (Barhoumi und Ferrara, 2015), doch kann diese Beziehung zu falschen Signalen führen, wenn sich die Finanzmärkte erheblich von der Handelsdynamik abkoppeln. Hierzu kam es 2022, als die Aktienmärkte im Zuge der stark steigenden Inflation und geopolitischer Schocks nachgaben, wohingegen sich der Welthandel aufgrund der allmählich nachlassenden Lieferengpässe als widerstandsfähig erwies (siehe Abbildung C, Grafik a). Eine ähnliche Konstellation stellte sich im ersten Quartal 2025 ein. Zu diesem Zeitpunkt wurden an den Finanzmärkten aufgrund der politischen Unsicherheit Verluste verzeichnet, während der Welthandel durch das Vorziehen von Importen vor dem Inkrafttreten der Zölle Auftrieb erhielt (siehe Abbildung C, Grafik b). In beiden Fällen signalisierte der ursprüngliche Tracker ein Wachstum des Welthandels, das deutlich unter dem tatsächlichen Wert lag. Der erweiterte Tracker erfasste die tatsächliche Entwicklung präziser.

Abbildung C
Out-of-sample-Prognosen

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)

a) Während der Lieferengpässe b) Q1 2025

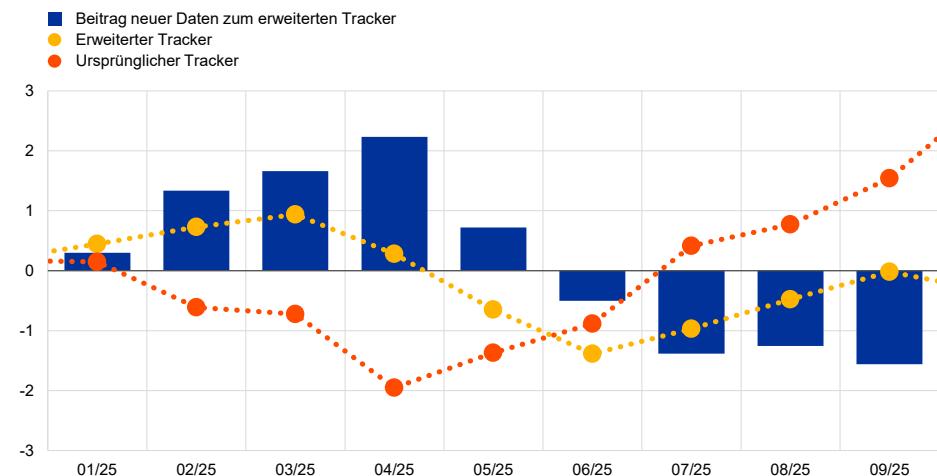


Quellen: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube und EZB-Berechnungen.

Der erweiterte Tracker deutet aktuell darauf hin, dass der internationale Handel zwar gedämpft bleibt, sich aber erholt (siehe Abbildung D). Dem erweiterten Tracker zufolge erreichte der Welthandel im zweiten Quartal 2025 einen Tiefpunkt, der mit dem Einbruch der US-Importe (-8 % gegenüber Vorquartal) zusammenfiel. Im dritten Quartal hellte sich die Lage des Handels wieder auf. Diese Erholung deckt sich mit den jüngsten Veröffentlichungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für China und Südkorea, die eine starke Exportleistung belegen. Südkorea profitierte dabei von einem kräftigen Anstieg KI-bezogener Exporte, der die Belastung durch die Zölle teilweise wettmachte. Während der erweiterte Tracker ein unterdurchschnittliches Handelswachstum signalisiert, zeichnet der ursprüngliche Tracker aufgrund der boomenden Finanzmärkte ein deutlich optimistischeres Szenario. Beim erweiterten Tracker schwächen die neuen Satellitendaten die betreffenden Signale ab.

Abbildung D
Welthandelstracker

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %, Abweichung vom Durchschnitt von 2016 bis 2024)



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

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Abweichung von der durchschnittlichen Wachstumsrate von 0,8 % im Zeitraum von 2016 bis 2024. Der „Beitrag neuer Daten zum erweiterten Tracker“ entspricht der Differenz zwischen dem ursprünglichen Tracker und dem erweiterten Tracker.

Der Welthandelstracker ergänzt andere Instrumente für Handelsprognosen und trägt dazu bei, den kurzfristigen Ausblick in einer Top-down-Betrachtung zu bewerten. Der Tracker ergänzt dynamische Faktormodelle und fehlerkorrekturbasierte Handelsgleichungen und dient als Ausgangspunkt für Handelsanalysen. Dabei liefert er eine zeitnahe Einschätzung auf Basis von Hochfrequenzdaten und kann rasche Veränderungen der Handelsdynamik somit schneller erfassen als auf monatliche oder vierteljährliche Daten gestützte Modelle. Dennoch stellt der Tracker lediglich eine Ergänzung zu anderen Instrumenten dar und kann diese nicht etwa ersetzen. In normalen Zeiten dürften Hochfrequenzdaten angesichts ihres inhärenten statistischen Rauschens eher von nachrangiger Bedeutung sein.

Literaturverzeichnis

- Bai, J. und Ng, S. (2008), Forecasting economic time series using targeted predictors, *Journal of Econometrics*, Bd. 146, Nr. 2, Oktober, S. 304-317.
- Barhoumi, K. und Ferrara, L. (2015), [A World Trade Leading Index \(WTI\)](#), Working Papers des IWF, Nr. 2015/020, Januar.
- Delle Chiaie, S. und Perez-Quirós, G. (2020), Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?, unveröffentlichtes Manuskript.
- Efron, B., Hastie, T., Johnstone, I. und Tibshirani, R. (2004), [Least angle regression](#), *The Annals of Statistics*, Bd. 32, Nr. 2, April, S. 407-499.

Fan, J. und Lv, J. (2008), [Sure independence screening for ultrahigh dimensional feature space](#), Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology, Bd. 70, Nr. 5, Oktober, S. 849-911.

Lewis, D., Mertens, K., Stock, J. und Trivedi, M. (2022), Measuring real activity using a weekly economic index, Journal of Applied Econometrics, Bd. 37, Nr. 4, November, S. 667-687.

Wegmüller, P. und Glocker, C. (2023), US weekly economic index: Replication and extension, Journal of Applied Econometrics, Bd. 38, Nr. 6, September/Oktobe, S. 977-985.

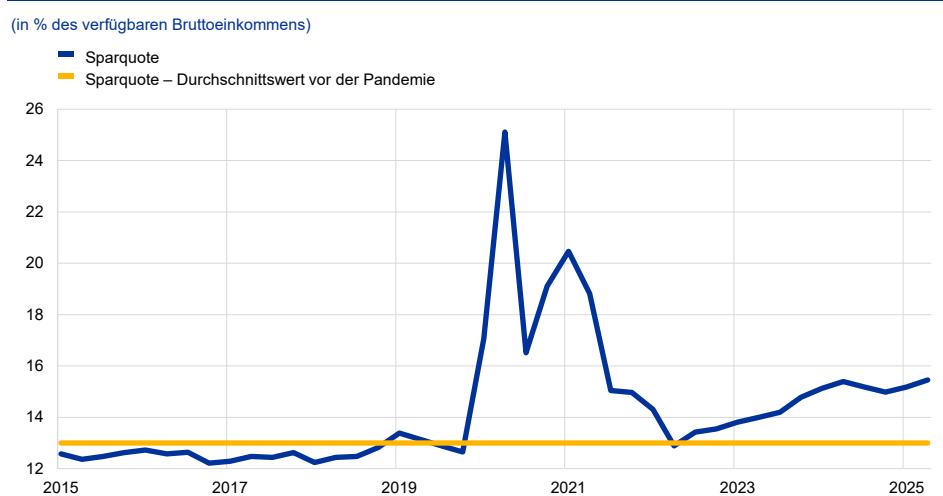
4

Aktuelle Erkenntnisse zur Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte und ihren jüngsten Bestimmungsfaktoren

Maria Dimou, Marco Flaccadoro und Johannes Gareis

Nachdem die Sparquote der privaten Haushalte pandemiebedingt einen Höchststand erreicht hatte, ging sie zunächst zurück, bevor sie von Mitte 2022 bis Mitte 2024 erneut anstieg; seitdem hat sie sich weitgehend stabil auf einem erhöhten Niveau gehalten (siehe Abbildung A). Die saisonbereinigte Sparquote der privaten Haushalte wird in den von Eurostat veröffentlichten vierteljährlichen Sektorkonten ausgewiesen. Im Zeitraum von 1999 bis 2019 lag sie im Durchschnitt bei rund 13 %. Während der Pandemie stieg sie sprunghaft an, kehrte dann aber im zweiten Quartal 2022 auf ein Niveau in der Nähe ihres historischen Durchschnitts zurück. Anschließend erhöhte sie sich wieder und lag Mitte 2024 bei 15,4 %. Seitdem hält sie sich weitgehend stabil auf diesem erhöhten Niveau. Der vorliegende Kasten liefert aktuelle Erkenntnisse zur Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte und ihren jüngsten Bestimmungsfaktoren.¹

Abbildung A
Sparquote der privaten Haushalte



Quellen: Eurostat, EZB, vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und EZB sowie EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Der Durchschnittswert vor der Pandemie wurde vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019 berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025.

Seit Mitte 2024 haben sich das real verfügbare Einkommen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Großen und Ganzen in gleichem Maße erhöht, wodurch sich die Sparquote auf einem höheren Niveau stabilisiert hat als vor der Pandemie. Eine statistische Zerlegung zeigt, dass die Sparquote vor der Pandemie durch ein steigendes Realeinkommen – insbesondere ein höheres Arbeitseinkommen – gestützt wurde, während eine Zunahme der realen

¹ Eine Erörterung der Faktoren, die den Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum von Mitte 2022 bis Mitte 2024 erklären, findet sich in: Bobasu et al. (2024).

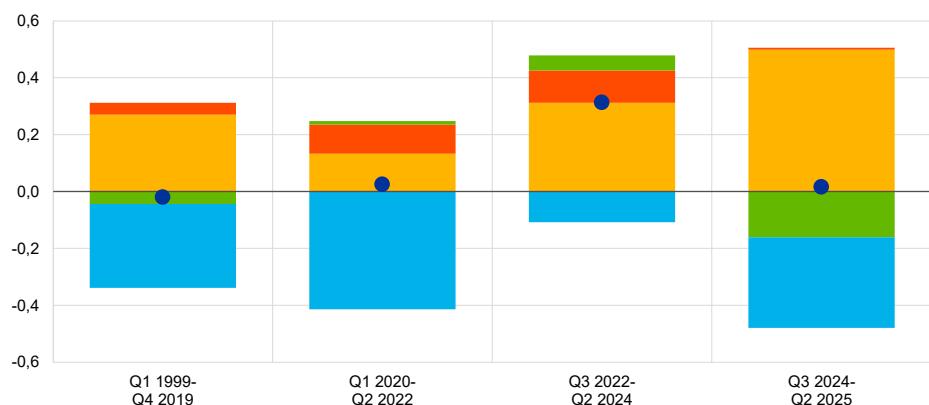
Konsumausgaben gegenläufig wirkte (siehe Abbildung B). Im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie beschleunigte sich das Einkommenswachstum von Mitte 2022 bis Mitte 2024 merklich. Ursächlich hierfür waren in erster Linie höhere Beiträge des Nichtarbeitseinkommens (hierzu zählen Einkünfte aus selbstständiger Tätigkeit, Nettozinsen, Dividenden und Mieteinnahmen) sowie das fiskalische Nettoeinkommen. Letzteres stand im Zusammenhang mit finanzpolitischen Maßnahmen, die als Reaktion auf den Energiepreisschock ergriffen wurden. Dazu zählten auch nicht zielgerichtete Stützungsmaßnahmen. Diese Faktoren dürften der Sparquote Auftrieb verliehen haben, da das Nichtarbeitseinkommen überproportional stark von einkommensstärkeren Haushalten erwirtschaftet wird, deren Sparneigung höher ist.² Seit Mitte 2024 ist die Sparquote weitgehend stabil geblieben. Grund hierfür ist, dass sich die Entwicklung des Realeinkommens und der Konsumausgaben normalisiert hat. So glich das höhere Wachstum des Arbeitseinkommens, das auf den Aufholprozess der Reallöhne und die anhaltende Beschäftigung zurückzuführen war, das rückläufige Nichtarbeitseinkommen und die allmähliche Rücknahme der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen aus.

Abbildung B

Beitrag des Einkommens- und Konsumwachstums zur Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte

(Veränderung gegen Vorquartal in % und Beiträge in Prozentpunkten; Durchschnittswerte)

- Sparquote
- Arbeitseinkommen
- Nichtarbeitseinkommen
- Fiskalisches Nettoeinkommen
- Konsumausgaben (-)



Quellen: Eurostat, EZB, vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und EZB sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vierteljährige Veränderung der Sparquote entspricht in etwa der Differenz zwischen dem vierteljährlichen Wachstum des real verfügbaren Einkommens und jenem der realen Konsumausgaben. Das Einkommen wird zerlegt in das Arbeitseinkommen (Arbeitnehmerentgelt), das Nichtarbeitseinkommen (Einkünfte aus selbstständiger Tätigkeit, Nettozinsen, Dividenden und Mieteinnahmen) und das fiskalische Nettoeinkommen aus staatlichen Transferzahlungen und Steuern auf Einkommen und Vermögen. Die Einkommenskomponenten und der Konsum werden mittels Deflator der privaten Konsumausgaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in realer Rechnung angegeben.

Empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass die Sparquote im vergangenen Jahr erhöht blieb, da die negativen Beiträge sinkender Realzinsen und der sich verbessernden Nettovermögenslage den positiven Beitrag des stark steigenden realen Arbeitseinkommens nicht vollständig ausgleichen. Ein empirisches Modell für den realen Konsum der privaten Haushalte

² Zu einem Überblick über die finanzpolitischen Maßnahmen im Euroraum während der Hochinflationsphase siehe Bankowski et al. (2023).

zeigt, dass vor der Pandemie ein höheres Realeinkommen – insbesondere ein höheres Arbeitseinkommen – zu einem Anstieg der Sparquote führte, da sich der Konsum nicht 1:1 zum Einkommen entwickelte; dagegen ließ der Zuwachs des realen Nettovermögens die Sparquote sinken, weil sich die Sparanreize der privaten Haushalte verringerten und der Konsum in der Folge zunahm (siehe Abbildung C). Der Anstieg der Sparquote von Mitte 2022 bis Mitte 2024 war auf das rasch zunehmende Arbeitseinkommen zurückzuführen, aber auch das ungewöhnlich starke Wachstum des sonstigen Einkommens (d. h. der Summe aus Nichtarbeitseinkommen und fiskalischem Nettoeinkommen) leistete einen signifikanten positiven Beitrag.³ Das nach dem Inflationsschub niedrigere reale Nettovermögen und die höheren Realzinsen infolge der geldpolitischen Straffung trugen ebenfalls zum Anstieg der Sparquote bei. Negativ wirkten sich hingegen die Folgen der Pandemie aus, da sich die Konsumausgaben normalisierten. Seit Mitte 2024 hat sich das Wachstum des realen Arbeitseinkommens erneut erhöht, was der Sparquote starken Auftrieb verlieh. Ausgeglichen wurde dies jedoch durch das steigende reale Nettovermögen (dessen Beitrag zur Sparquote wieder auf den historischen Durchschnitt zurückkehrte), sinkende Realzinsen und eine Umkehr des vorherigen Anstiegs des sonstigen Einkommens.

³ Eine Analyse der jüngsten Entwicklung des Arbeitseinkommens und des sonstigen Einkommens der privaten Haushalte im Euroraum sowie deren Bedeutung für das schleppende Konsumwachstum in der Zeit nach der Pandemie findet sich in: Ceci und Flaccadoro (2026).

Abbildung C

Beiträge zur Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte: eine modellbasierte Zerlegung

(Veränderung gegen Vorquartal in % und Beiträge in Prozentpunkten; Durchschnittswerte)



Quellen: Eurostat, EZB, vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und EZB sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die Beiträge des realen Arbeitseinkommens und des sonstigen Einkommens (d. h. der Summe aus Nichtarbeitseinkommen und fiskalischem Nettoeinkommen), des realen Nettovermögens, der Realzinsen, des Verbrauchertrauens, der Covid-19-Pandemie und einer Restkomponente zur durchschnittlichen Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte über verschiedene Zeiträume hinweg. Grundlage der Zerlegung ist ein geschätztes Fehlerkorrekturmodell für das Wachstum der privaten Konsumausgaben, bei dem das Wachstum der Realeinkommen der privaten Haushalte als gegeben angenommen wird. Die Komponenten des Einkommens und das Nettovermögen der privaten Haushalte sind mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deflationiert. Der Realzins wird anhand des Dreimonats-EURIBOR berechnet, bereinigt um die erwartete jährliche Änderungsrate des Verbraucherpreisanstiegs gemäß der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission. Das Modell wird für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2025 geschätzt. Einzelheiten zu einem ähnlichen Modell ohne Covid-19-Dummy-Variablen und ohne Aufschlüsselung des Einkommens in Arbeitseinkommen und sonstiges Einkommen finden sich in: Bobasu et al. (2024).

Bei Sparentscheidungen scheint auch die Unsicherheit der privaten Haushalte bezüglich ihrer eigenen finanziellen Situation eine wichtige Rolle zu spielen.

Anhand der Informationen der privaten Haushalte aus der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen \(Consumer Expectations Survey – CES\)](#) werden die Faktoren beleuchtet, die nicht von den herkömmlichen makroökonomischen Bestimmungsfaktoren abgedeckt sind. In der modellbasierten Zerlegung lassen sich diese an der Komponente „unerklärter Beitrag“ ablesen, die seit Mitte 2022 positiv ist (siehe Abbildung C). Im Fokus der Analyse stehen insbesondere die politisch bedingte und die individuelle Unsicherheit, die sich in ricardianischen Sparmotiven und Vorsichtsmotiven widerspiegeln.⁴ Bei einer neuen Frage im Rahmen der CES-Umfrage vom November 2025 gaben rund 50 % der Befragten an, dass Vorsichtsmotiv und das ricardianische Sparmotiv seien für ihre Sparentscheidungen relevant, wobei 25 % bis 30 % eines dieser Motive auch als wichtigsten Spargrund

⁴ Ricardianische Sparmotive beziehen sich auf die Bildung von Ersparnissen in Erwartung künftiger Änderungen bei der Besteuerung oder bei staatlichen Leistungen infolge der aktuellen staatlichen Verschuldung (Barro, 1974). Beim Sparen aus Vorsichtsmotiven werden Ersparnisse gebildet, um die Konsumausgaben vor unvorhersehbaren Einkommensschwankungen zu schützen (Vorsicht statt Ungeduld) (Carroll, 1997).

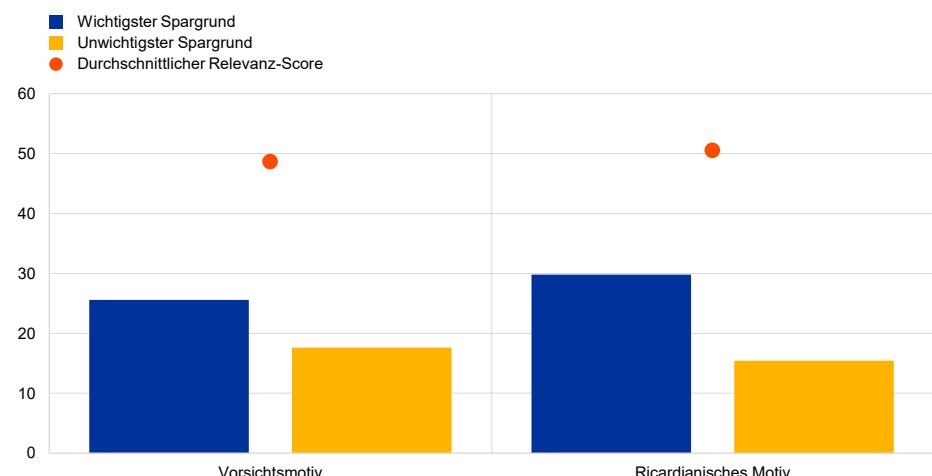
nannten (siehe Abbildung D, Grafik a).⁵ Ein genauerer Blick auf die Querschnittsunterschiede zwischen den einzelnen Befragten zeigt, dass die Bedeutung dieser beiden Motive in erster Linie von den wirtschaftlichen Einschränkungen der Befragten und dem Grad an Unsicherheit über ihre finanzielle Situation abhängt, während Einkommens- und Altersunterschiede offenbar eine geringere Rolle spielen (siehe Abbildung D, Grafik b). Private Haushalte, die eigenen Angaben zufolge keine Liquiditätseinschränkungen haben, messen beiden Sparmotiven eher eine wesentlich höhere Relevanz bei, da sie stärker in der Lage sind, zu planen und zu sparen („keine Einschränkungen“). Zugleich ordnen Befragte, die ihrer künftigen finanziellen Situation eine hohe Sicherheit beimesse („sicher“), den beiden Motiven eine wesentlich geringere Bedeutung zu als private Haushalte, die mit einer höheren Unsicherheit konfrontiert sind. Die Ähnlichkeiten bei den Bestimmungsfaktoren der beiden Sparmotive legen nahe, dass sie sich konzeptionell ähnlich sind. So nehmen die Befragten staatliche Maßnahmen in der Regel als eine weitere Ursache von Einkommensunsicherheit wahr. Dies steht im Einklang mit einer früheren Analyse, die verdeutlichte, wie relevant die geopolitische und die politisch bedingte Unsicherheit für die Entwicklung der privaten Konsumausgaben sind.⁶

Abbildung D

Verbreitung des Vorsichtsmotivs und des ricardianischen Sparmotivs unter den Befragten und ihre Bestimmungsfaktoren

a) Verbreitung des Vorsichtsmotivs und des ricardianischen Motivs unter den Befragten

(Relevanz-Score (0-100) und Anteil der Befragten in %)

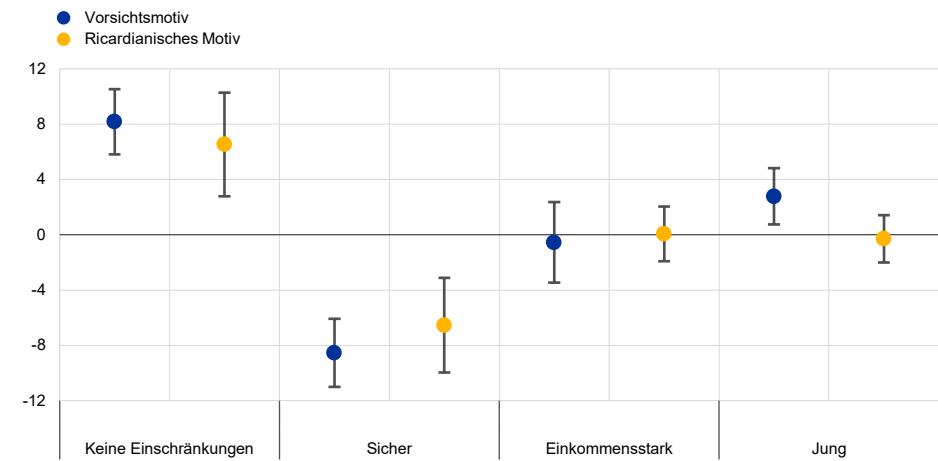


⁵ Die Befragten wurden gebeten, auf einer Skala von 0 % (überhaupt kein Einfluss) bis 100 % (sehr großer Einfluss) zu bewerten, wie ausgewählte Motive ihre Sparentscheidungen beeinflussten. Zu diesen Motiven zählen die relative Attraktivität der gegenwärtigen Erspartnisbildung (intertemporale Substitution), ein Vorsichtsmotiv, Bedenken hinsichtlich Steueränderungen bzw. Anpassungen der staatlichen Leistungen (ricardianisches Motiv) und das Sparen aus Gewohnheit.

⁶ Siehe beispielsweise Andersson et al. (2024).

b) Bestimmungsfaktoren für die Verbreitung des Vorsichtsmotivs und des ricardianischen Motivs

(Veränderung des Mittelwerts des Relevanz-Scores in Prozentpunkten)



Quellen: Gewichtete CES-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik b gilt für die Dummy-Variablen Folgendes: Die Dummy-Variable „keine Einschränkungen“ hat den Wert 1, wenn die Befragten angeben, über ausreichende finanzielle Mittel zu verfügen, um eine unerwartete Zahlung in Höhe ihres monatlichen Haushaltseinkommens leisten zu können. Die (auf eigenen Angaben beruhende) Dummy-Variable „sicher“ nimmt den Wert 1 an, wenn die Befragten es einfach oder relativ einfach finden, ihre künftige finanzielle Situation vorherzusagen. Andernfalls entspricht sie dem Wert 0. Die Dummy-Variable „einkommensstark“ hat den Wert 1, wenn die Befragten über ein Einkommen oberhalb des Medians verfügen. Die Dummy-Variable „jung“ entspricht dem Wert 1, wenn die Befragten höchstens 49 Jahre alt sind. Die Regressionen umfassen länderspezifische fixe Effekte und werden anhand zusammengesetzter Gewichte gewichtet, die als individuelle nominale Ersparnisse im Oktober 2025 multipliziert mit den Umfragegewichten definiert sind. Standardfehler werden auf Länderebene zusammengefasst.

Insgesamt deutet die modell- und umfragebasierte Evidenz darauf hin, dass sowohl konjunkturelle als auch verhaltensbezogene Faktoren dazu beigetragen haben, dass die Sparquote zwar erhöht, aber weitgehend stabil geblieben ist. Während sich Einkommen und Vermögen wieder im Großen und Ganzen wie vor der Pandemie entwickeln, dürften die erhöhte Unsicherheit und Vorsichtsmotive weiterhin Aufwärtsdruck auf die Ersparnisbildung ausüben.

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.

Bankowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinot, P. und Muggenthaler, P. (2023), [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2023.

Barro, R. J. (1974), Are government bonds net wealth?, Journal of Political Economy, Bd. 82, Nr. 6, S. 1095-1117.

Bobasu, A., Gareis, J. und Stoevsky, G. (2024), [Wie lässt sich die hohe Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum erklären?](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2024.

Carroll, C. D. (1997), Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 112, Nr. 1, S. 1-55.

Ceci, D. und Flaccadoro, M. (2026), The recent weakness in household consumption: evidence from the euro area and Italy, Occasional Papers der Banca d'Italia (im Erscheinen).

5 Haben Wohnimmobilien wieder an Reiz gewonnen? Erkenntnisse aus einer neuen umfragebasierten Sharpe-Ratio

Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis und Desislava Rusinova

Wohnungsbauinvestitionen sind ein Indikator der wirtschaftlichen Entwicklung. Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) liefert zeitnahe Erkenntnisse zu der Frage, wie die privaten Haushalte die Attraktivität von Wohnimmobilien wahrnehmen. Wohnungsbauinvestitionen sind sowohl für die privaten Haushalte als auch für die Gesamtwirtschaft von Bedeutung.¹ Für viele Menschen stellen sie die wichtigste Finanzentscheidung ihres Lebens dar, während sie auf gesamtwirtschaftlicher Ebene vor allem als Frühindikator für die allgemeine Wirtschaftstätigkeit dienen.² Zusammengenommen lassen diese beiden Perspektiven darauf schließen, dass die Wahrnehmungen der privaten Haushalte wertvolle Informationen enthalten, um Schwankungen bei den Wohnungsbauinvestitionen nachzuverfolgen und möglicherweise auch die allgemeine Konjunkturentwicklung vorauszusagen. Die CES-Umfrage liefert einen unmittelbaren, qualitativen Indikator dafür, inwieweit die privaten Haushalte Wohnimmobilien als attraktive Investition einschätzen. Konkret handelt es sich dabei um den Anteil der Befragten, die den Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung zum jeweiligen Zeitpunkt als gute Wertanlage ansehen. Ergänzend zu dieser Messgröße wird im vorliegenden Kasten ein indirekter, quantitativer Indikator vorgestellt, der die Attraktivität von Wohnungsbauinvestitionen für private Haushalte abbildet: die Sharpe-Ratio, eine weitverbreitete Finanzkennzahl, die die Rendite einer Wertanlage zu ihrem Risiko ins Verhältnis setzt.³

¹ Ein Überblick über die Fachliteratur zu den Merkmalen des Wohnungsbaus und der Wohnimmobilienmärkte und deren Verbindung zur Geldpolitik findet sich in: Piazzesi und Schneider (2016).

² Bei Wohnungsbauinvestitionen handelt es sich zwar um eine eigenständige Verwendungskomponente, sie haben jedoch auch spürbare Auswirkungen auf andere Komponenten. So steigt der Konsum von Einrichtungsgegenständen, wenn neue oder sanierte Wohnungen ausgestattet werden. Wohnraumbezogene Entscheidungen sind unter den privaten Haushalten tendenziell stark korreliert, da sie von gesamtwirtschaftlichen Variablen wie etwa dem demografischen Wandel sowie den Kredit- und Finanzierungsbedingungen beeinflusst werden. Sie stellen daher einen wichtigen Mechanismus zur Verbreitung zugrunde liegender Schocks dar. Demzufolge kann die Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen einen weiter reichenden Einfluss auf die Wirtschaft haben. So wurde festgestellt, dass Investitionen in den Wohnungsbau Vorlaufeigenschaften in Bezug auf die Entwicklung des BIP aufweisen, insbesondere im Vorfeld von Rezessionen. Siehe unter anderem Leamer (2007) und Leamer (2015) zur Rolle der Wohnungsbauinvestitionen im Konjunkturzyklus der Vereinigten Staaten sowie Battistini et al. (2018) zur Rolle der Wohnungsbauinvestitionen als Frühindikator von Rezessionen im Euroraum.

³ Die Sharpe-Ratio bemisst, wie viel Überschussrendite ein Anleger für die zusätzliche Volatilität erhält, die mit dem Halten eines risikoreicheren Vermögenswerts verbunden ist. Eine höhere Ratio impliziert eine höhere Rendite im Verhältnis zum damit verbundenen Risiko. Die Sharpe-Ratio wird hier als zyklischer Indikator der Attraktivität von Wohnungsbauinvestitionen verwendet, der auf den Erwartungen privater Haushalte basiert. Sie dient nicht als Instrument, um das Risiko-Rendite-Profil von Wohnungsbauinvestitionen mit dem anderer Anlageklassen zu vergleichen. Dabei gelten die üblichen Einschränkungen, da sich die Renditen von Wohnimmobilien im Hinblick auf Liquidität, Verschuldung und Verteilung von anderen Vermögenswerten unterscheiden.

Die Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien ergibt sich aus den Immobilienpreiserwartungen der privaten Haushalte, die mit einer Messgröße für den risikofreien Zinssatz kombiniert werden. So errechnet sich die Sharpe-Ratio aus dem Populationsdurchschnitt der mittleren Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der Preissteigerung bei Wohnimmobilien in einem Jahr. Von diesem Wert wird eine risikofreie Rendite subtrahiert, die näherungsweise anhand des beobachteten Zinssatzes für einjährige Einlagen ermittelt wurde. Die Differenz wird anschließend durch eine Messgröße für die Unsicherheit der privaten Haushalte bezüglich des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien dividiert; diese Messgröße berechnet sich als Durchschnitt der Standardabweichungen der Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich des Preisanstiegs bei Immobilien in einem Jahr.⁴ Die Ratio erhöht sich entweder, wenn private Haushalte mit einem stärkeren Anstieg der Wohnimmobilienpreise im Vergleich zu den risikofreien Zinssätzen rechnen (d. h. mit einer höheren Überschussrendite der Wohnungsbauinvestitionen), oder wenn sie sich bei ihren Erwartungen sicherer sind. Im entgegengesetzten Fall sinkt die Ratio. Auf diese Weise erfasst der Indikator Veränderungen bei der wahrgenommenen finanziellen Attraktivität von Wohnungsbauinvestitionen.

Die Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien hat sich im vergangenen Jahr merklich verbessert, liegt aber nach wie vor unter ihrem Höchststand von Anfang 2022 (siehe Abbildung A). Nach der Covid-19-Pandemie stieg sie Anfang 2022 auf einen Höchstwert und sank dann kräftig. Zu einer Kehrtwende kam es Ende 2023, als sich die Ratio zu erholen begann. Bis September 2025 erhöhte sie sich zwar stetig und erreichte ein Niveau, das leicht über dem Durchschnitt der Stichprobe lag, blieb aber deutlich unter ihrem vorherigen Höchststand. Ein weitgehend ähnliches Muster ist beim Indikator „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“ zu beobachten. Hierbei handelt es sich um den Anteil der Befragten, die den Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung zum jeweiligen Zeitpunkt als gute Wertanlage ansehen. Im Vergleich zur Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien begann dieser Indikator sowohl etwas früher zu sinken als auch etwas früher wieder anzusteigen. Im September 2025 lag er dann leicht über dem Durchschnitt der Stichprobe, wenngleich noch immer unter seinem Höchststand von 2021.

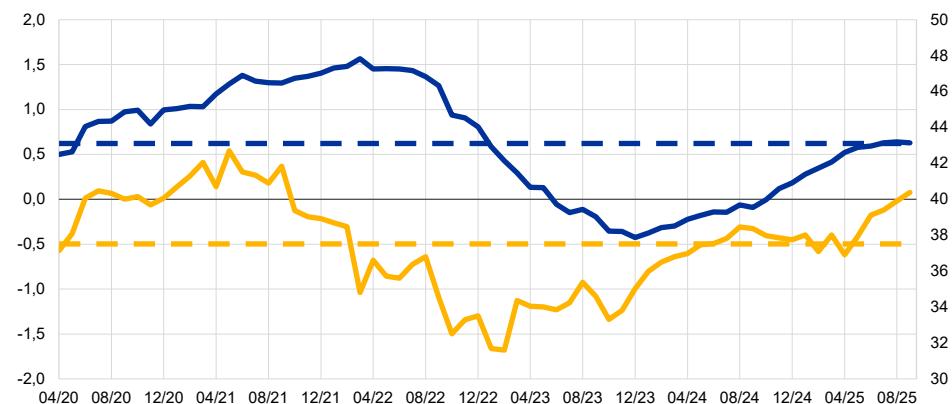
⁴ Die einzelnen Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Haushaltserwartungen werden aus einer Frage der CES-Umfrage abgeleitet. Bei dieser Frage ist der erwartete Anstieg der Wohnimmobilienpreise in einem Jahr in zehn Bandbreiten unterteilt, deren Werte von -12 % bis +12 % im Vergleich zum Vorjahr reichen. Diesen zehn Bandbreiten messen die jeweiligen Umfrageteilnehmerinnen und -teilnehmer Wahrscheinlichkeiten bei, die sich auf 100 % summieren. Anhand dieser Daten kann für jeden Haushalt im Panel eine empirische Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion erstellt werden, mit der sich der individuelle Mittelwert und die Standardabweichung berechnen lassen.

Abbildung A

Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien und Indikator „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“

(linke Skala: mittlerer Indikator; rechte Skala: in % der Befragten)

- Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien (linke Skala)
- Indikator „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“ (rechte Skala)



Quellen: CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

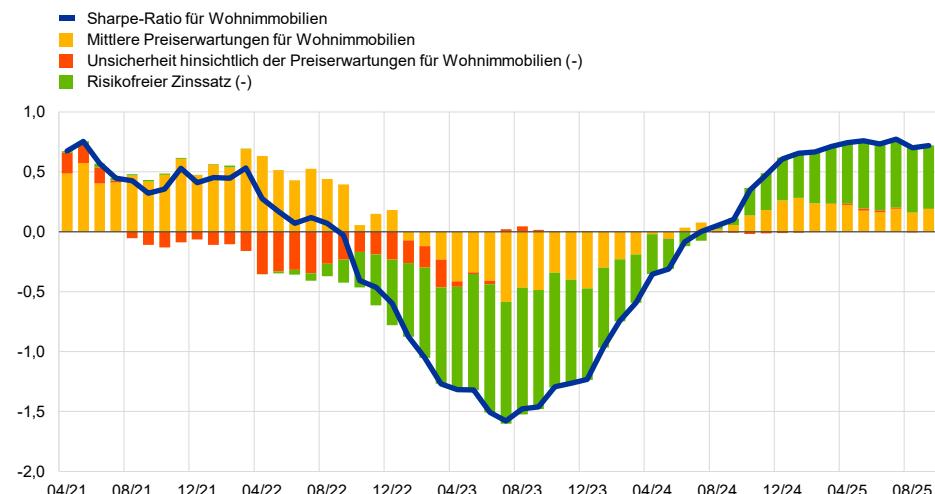
Anmerkung: Der Indikator „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“ erfasst den Anteil der Befragten, die den Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung zum jeweiligen Zeitpunkt als „gute“ oder „sehr gute“ Anlageform ansehen. Die blau und gelb gestrichelten Linien stellen den Stichprobendurchschnitt der Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien (0,62) bzw. den Indikator „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“ (37,5 %) dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

Bei einer Aufschlüsselung der Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien zeigt sich, dass der Indikator in den vergangenen Jahren vor allem Schwankungen bei den Erwartungen zum Anstieg der Wohnimmobilienpreise und beim risikofreien Zinssatz widergespiegelt hat (siehe Abbildung B). Von Ende 2021 bis Mitte 2023 ging die Jahresänderungsrate der Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien stark zurück. Zunächst führte die mit dem Anstieg der Wohnimmobilienpreise verbundene Unsicherheit dazu, dass die privaten Haushalte die Attraktivität von Wohnimmobilien schlechter einschätzten. Anschließend waren es die mittleren Erwartungen zur Preissteigerung bei Wohnimmobilien. Darüber hinaus übte die Zunahme des risikofreien Zinssatzes während der Phase der geldpolitischen Straffung durch die EZB von Mitte 2022 bis Ende 2023 ebenfalls Abwärtsdruck auf die Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien aus. Die seit Juli 2023 zu beobachtende Zunahme der Sharpe-Ratio wird durch steigende Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien gestützt, wobei die Unsicherheit nur einen geringen Beitrag leistet.⁵ Eine Rolle spielt auch der gesunkenen risikofreie Zinssatz, da sich die Geldpolitik als Reaktion auf den nachlassenden Inflationsdruck wieder normalisiert hat.

⁵ Die Unsicherheit bezüglich der Immobilienpreisentwicklung weist seit Anfang 2022 einen leichten Abwärtstrend auf, obwohl die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien deutlich schwanken. So verlor die erwartete Preissteigerung zunächst an Dynamik und nahm anschließend wieder Fahrt auf. Dies deutet darauf hin, dass die privaten Haushalte ihre mittleren Erwartungen zwar merklich revidierten, die Unsicherheit über das Ausmaß des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien aber nachließ. Dadurch trug die Unsicherheit nicht mehr so stark zur Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien bei.

Abbildung B
Zerlegung der Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien

(Veränderung des mittleren Indikators gegen Vorjahr und Beiträge seiner Komponenten)



Quellen: CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

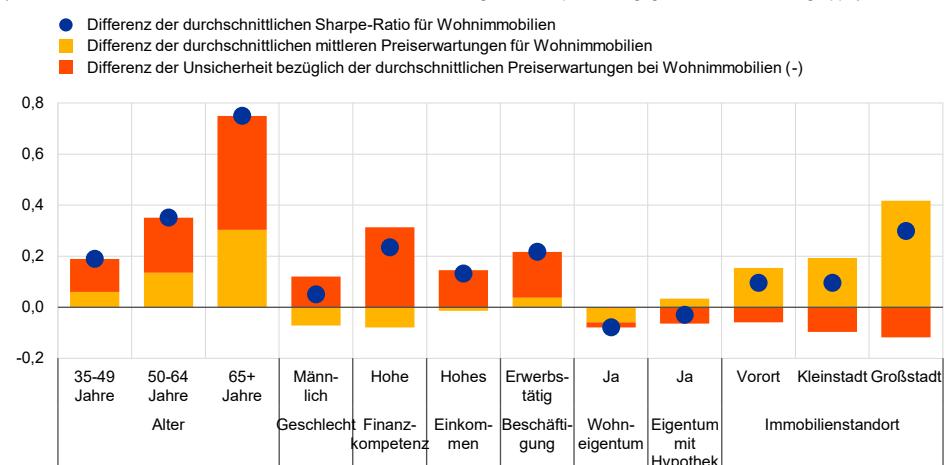
Die durchschnittliche Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien im Zeitraum von April 2020 bis September 2025 variiert spürbar je nach den demografischen und wirtschaftlichen Merkmalen der privaten Haushalte, da diese die künftige Preisentwicklung bei Wohnimmobilien und die diesbezügliche Unsicherheit ganz unterschiedlich einschätzen (siehe Abbildung C). Im Durchschnitt weisen ältere, männliche, vermögendere, erwerbstätige und finanzkundigere Haushalte eine höhere Sharpe-Ratio auf als die jeweilige Referenzgruppe. Dies ist größtenteils durch eine geringere Unsicherheit bezüglich der Immobilienpreiserwartungen bedingt. Allerdings spielen für einige Kategorien auch unterschiedliche mittlere Preiserwartungen für Wohnimmobilien eine Rolle. Was die Wahl der Wohnverhältnisse anbelangt, so weisen Haushalte in Städten oder im städtischen Umland höhere Sharpe-Ratios auf als jene in ländlichen Gebieten. Dies ist vor allem auf höhere mittlere Erwartungen zum Anstieg der Wohnimmobilienpreise zurückzuführen. Darüber hinaus ist die Sharpe-Ratio bei Wohnraumeigentümern in der Regel niedriger als bei Mietern, was geringeren mittleren Erwartungen zuzuschreiben ist. Zwischen den Wohnraumeigentümern mit und jenen ohne Hypothek unterscheidet sich die Ratio jedoch nicht wesentlich.⁶

⁶ Diese Muster der Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien nach Wohnverhältnissen unterscheiden sich erheblich von denen des qualitativen Indikators „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“. Letzterem zufolge sehen Wohnraumeigentümer – und hier vor allem Eigentümer mit einer Hypothek – Wohnimmobilien deutlich häufiger als gute Wertanlage an als Mieter. Siehe Battistini et al. (2023).

Abbildung C

Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien nach wirtschaftlichen und demografischen Merkmalen der privaten Haushalte

(Differenz des durchschnittlichen mittleren Indikators und der Beiträge der Komponenten gegenüber der Referenzgruppe)



Quellen: CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jeweiligen Referenzgruppen (von links nach rechts in der Abbildung) sind wie folgt definiert: 18-34 Jahre; weiblich; geringe Finanzkompetenz; niedriges Einkommen; erwerbslos; kein Wohneigentum, keine Hypothek, in einem Dorf lebend. Niedriges Einkommen bezieht sich auf die unteren 50 % und hohes Einkommen auf die obersten 20 % der Einkommensverteilung. Die Befragten wurden in Bezug auf ihr Finanzwissen in zwei Gruppen unterteilt: Personen, die im „Finanzwissensquiz“ der CES-Umfrage auf einer Skala von 0-4 einen Wert von 3 oder 4 erzielten (hohe Finanzkompetenz), und Personen, die einen niedrigeren Wert erzielten (geringe Finanzkompetenz). Wohneigentum = „Nein“, wenn die Befragten angaben, die Immobilie gemietet zu haben oder kostenlos zu bewohnen, und „Ja“, wenn sie angaben, Eigentümer der Immobilie zu sein (mit oder ohne Hypothek). Eigentum mit Hypothek = „Nein“, wenn die Befragten angaben, über Wohneigentum ohne Hypothek zu verfügen; Eigentum mit Hypothek = „Ja“, wenn die Befragten angaben, Wohneigentum mit einer Hypothek zu haben. Die Standortkategorien der Wohnimmobilien sind: 1) Großstadt mit mehr als 500 000 Einwohnern, 2) Vorort oder Randlage einer Großstadt, 3) Stadt mit maximal 500 000 Einwohnern, 4) Dorf oder ländliches Gebiet. Die durchschnittlichen Sharpe-Ratios und die Beiträge der Komponenten sind für den Zeitraum von April 2020 bis September 2025 berechnet. Der risikofreie Zinssatz wird in diesen Berechnungen nicht berücksichtigt, da er über alle privaten Haushalte hinweg konstant ist.

Die Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien deutet auf eine weitere moderate

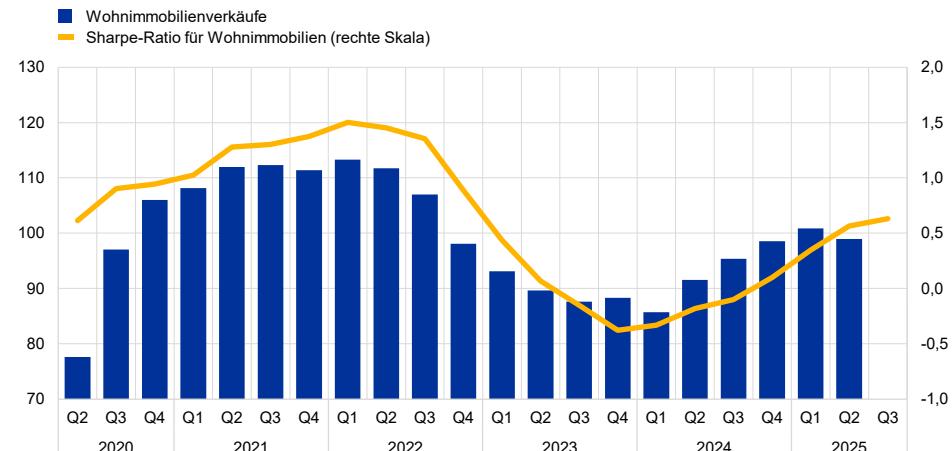
Erholung der Wohnungsbauinvestitionen hin. Vergleicht man die Entwicklung der Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien mit der Entwicklung der tatsächlichen Wohnimmobilienverkäufe, so zeigt sich, dass die beiden Zeitreihen eng miteinander korrelieren (siehe Abbildung D). Dies lässt den Schluss zu, dass die Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien ein bedeutender Indikator ist, wenn es darum geht, die allgemeine Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt im Auge zu behalten. Konkret deutet der Anstieg der Ratio bis September 2025 darauf hin, dass die Wohnimmobilienverkäufe nach einem leichten Rückgang im zweiten Quartal ihren Aufwärtstrend nun wieder aufnehmen dürften. Dies dürfte wiederum für positive kurzfristige Aussichten für Wohnungsbauinvestitionen und den Konsum von Einrichtungsgegenständen sprechen, die beide tendenziell der Entwicklung der Wohnimmobilienverkäufe folgen.⁷

⁷ Siehe Battistini und Gareis (2025).

Abbildung D

Verkäufe von Wohnimmobilien und Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien

(linke Skala: Index: 2019 = 100; rechte Skala: Quartalsdurchschnitte des mittleren Indikators)



Quellen: Eurostat, CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Wohnimmobilienverkäufe basieren auf einem Aggregat von Eurostat-Daten und nationalen Datenquellen für die Länder des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2025 (Wohnimmobilienverkäufe) bzw. auf September 2025 (Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien).

Literaturverzeichnis

- Battistini, N., Charalampakis, E., Gareis, J. und Rusinova, D. (2023), [Warum haben Investitionen in Wohnimmobilien ihren Reiz verloren? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2023.
- Battistini, N. und Gareis, J. (2025), [The ripple effects of monetary policy on housing and consumption](#), Der EZB-Blog, 31. Juli.
- Battistini, N., Le Roux, J., Roma, M. und Vourdas, J. (2018), [Aktueller Stand des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet](#), EZB, Wirtschaftsbericht 7/2018.
- Leamer, E. (2007), Housing IS the business cycle, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 149-233.
- Leamer, E. (2015), Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?, Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 47, Ausgabe S1, März/April 2015, S. 43-50.
- Piazzesi, M. und Schneider, M. (2016), Housing and Macroeconomics, Handbook of Macroeconomics, Bd. 2, S. 1547-1640.

6

Arbeitskräftehortung und Erwartungen der Unternehmen

Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard und Marco Weißler

Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit von negativen Schocks betroffen ist, stehen vor der Entscheidung, entweder Personal abzubauen oder ihre Arbeitskräfte weiterzubeschäftigen. Zur Arbeitskräftehortung kommt es, wenn Unternehmen selbst bei einer tatsächlichen oder erwarteten Verschlechterung der Geschäftslage – beispielsweise infolge einer geringeren Nachfrage oder sinkenden Rentabilität – ihre Beschäftigten halten wollen. Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB misst den Anteil der Unternehmen, die trotz einer Eintrübung ihrer Geschäftslage (Konjunkturkomponente) die Zahl ihrer Beschäftigten nicht verringerten (Beschäftigungskomponente).¹ Dabei wird auf Daten aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) im Euroraum zurückgegriffen (siehe Abbildung A). Nach der Energiekrise kam es 2022 in signifikantem Ausmaß zu einer Arbeitskräftehortung.² Zwar ist der Indikator der Arbeitskräftehortung seit der Hochinflationsphase, in der er im dritten Quartal 2022 mit fast 30 % einen Höchstwert erreichte, allmählich wieder gesunken, doch liegt er weiterhin über dem vor der Pandemie erfassten Durchschnittswert von 13 %. Im dritten Quartal 2025 horteten 17 % der Unternehmen Arbeitskräfte. Der jüngste Rückgang steht vor allem im Zusammenhang mit der sich normalisierenden Wirtschaftslage der Unternehmen. So sank der Anteil jener Unternehmen, die angaben, dass sich ihre Geschäftslage in den vergangenen drei bis sechs Monaten verschlechtert hat. Dennoch leiden mehr Unternehmen unter negativen Schocks als vor der Pandemie – die Konjunkturkomponente liegt also nach wie vor über dem Wert des vierten Quartals 2019.

¹ Eine Erörterung des Indikators der Arbeitskräftehortung der EZB und des Zusammenhangs mit der jüngsten zyklischen Erholung der Arbeitsproduktivität findet sich in: [Botelho \(2024\)](#) sowie [Arce und Sondermann \(2024\)](#).

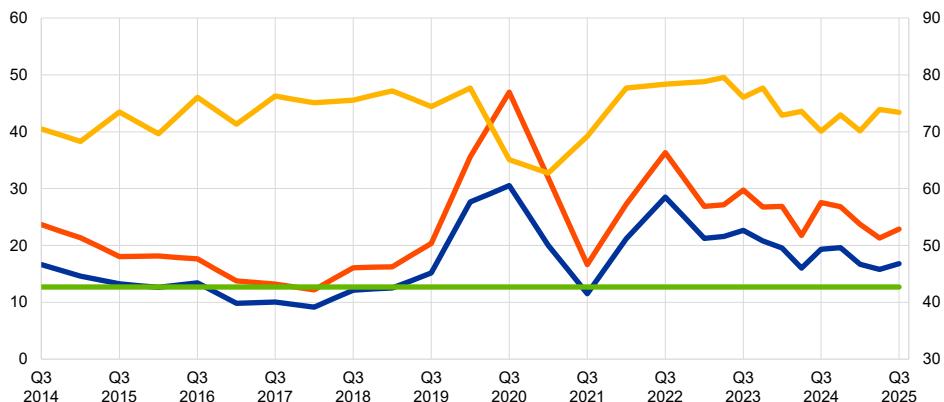
² Auf die außergewöhnliche Phase der Arbeitskräftehortung während der Corona-Pandemie und den Beitrag von Sondereffekten wie der damals umfangreichen Nutzung von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung wird in diesem Kasten nicht eingegangen.

Abbildung A

Arbeitskräftehortung und Anpassungskomponenten der Unternehmen

(Anteil der Unternehmen, in %)

- Indikator der Arbeitskräftehortung
- Beschäftigungskomponente (rechte Skala)
- Konjunkturkomponente
- Indikator der Arbeitskräftehortung (Durchschnittswert vor der Pandemie)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Konjunkturkomponente erfasst den Anteil der Unternehmen, deren firmenspezifische Geschäftslage sich im laufenden oder vorangegangenen Quartal nach eigenen Angaben verschlechtert hat. Die Beschäftigungskomponente gibt den Anteil der Unternehmen an, die trotz einer Verschlechterung ihrer Geschäftslage die Zahl ihrer Beschäftigten nicht verringerten. Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB ist das Produkt dieser beiden Komponenten. Der Durchschnittswert des Indikators der Arbeitskräftehortung vor der Pandemie wurde für den Zeitraum von 2014 bis 2019 ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

Die Entscheidung der Unternehmen für oder gegen eine Arbeitskräftehortung spiegelt ihre Erwartungen in Bezug auf die zukünftige Geschäftslage wider

(siehe Abbildung B). Dabei unterteilen wir die Unternehmen in drei Kategorien:

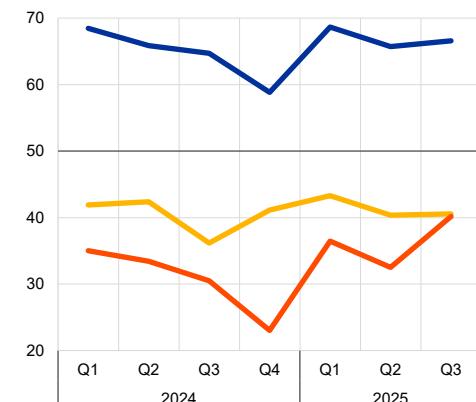
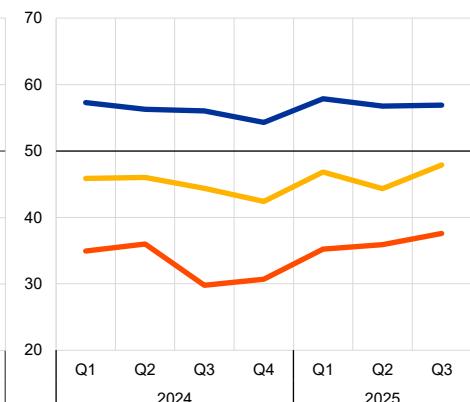
- 1) Unternehmen, die über keine Verschlechterung der Geschäftslage berichten (unveränderte Geschäftslage), 2) Unternehmen, die von negativen Schocks betroffen waren, ihr Personal aber nicht reduziert haben (Arbeitskräftehortung), und 3) Unternehmen, die von negativen Schocks betroffen waren und die Zahl ihrer Beschäftigten im Lauf des letzten Quartals verringert haben (Personalabbau). Die Unternehmen der Kategorie „unveränderte Geschäftslage“ rechnen für die kommenden drei Monate mit keinem Rückgang von Umsatz oder Investitionen. Die Unternehmen der beiden anderen Kategorien gehen von geringeren Umsatzerlösen und Investitionen aus, wobei jene, die Arbeitskräfte horten, die kurzfristigen Aussichten weniger pessimistisch einschätzen als jene, die Personal abbauen. Daraus lässt sich ableiten, dass die Entscheidung von Unternehmen für oder gegen eine Arbeitskräftehortung zumindest auf kurze Sicht von den Erwartungen in Bezug auf die zukünftige Geschäftslage abhängt.

Abbildung B**Kurzfristige Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf Umsatz und Investitionen**

(Diffusionsindex; 50 = neutraler Bereich)

a) Umsatz

- Unveränderte Geschäftslage
- Arbeitskräftehortung
- Personalabbau

**b) Investitionen**

Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kategorie „unveränderte Geschäftslage“ umfasst Unternehmen, die keine Verschlechterung des firmenspezifischen Geschäftsumfelds meldeten. In die Kategorie „Arbeitskräftehortung“ fallen Unternehmen, die von negativen Schocks betroffen waren, ihr Personal im letzten Quartal aber nicht reduziert haben. Die Unternehmen der Kategorie „Personalabbau“ waren von negativen Schocks betroffen und haben die Zahl ihrer Beschäftigten verringert. Die Erwartungen der Unternehmen beziehen sich auf das nächste Quartal. Werte über 50 signalisieren einen Anstieg, Werte unter 50 einen Rückgang. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

Verglichen mit anderen Unternehmen, deren Geschäftslage sich eingetrübt hat, rechnen die Firmen, die Arbeitskräfte horten, mit starker steigenden Arbeitskosten, was vor allem darauf zurückzuführen ist, dass sie ein höheres Beschäftigungswachstum erwarten (siehe Abbildung C). Unternehmen der Kategorie „Arbeitskräftehortung“ gehen verglichen mit Firmen der Kategorie „unveränderte Geschäftslage“ von einem etwas niedrigeren Anstieg der Arbeitskosten aus. Die Erwartungen sind aber in der Regel höher als bei den Unternehmen der Kategorie „Personalabbau“. Eine Aufschlüsselung des erwarteten Anstiegs der Arbeitskosten in die Komponenten Beschäftigungs- und Lohnwachstum offenbart, dass Unternehmen der Kategorie „unveränderte Geschäftslage“ in den kommenden zwölf Monaten mit einer Zunahme der Beschäftigung rechnen. Unternehmen, die Arbeitskräfte horten, gehen dagegen von einer weitestgehend unveränderten Beschäftigung aus, Firmen mit bereits abgebauten Stellen von einem anhaltenden Beschäftigungsrückgang. Ungeachtet dessen rechnen Unternehmen aller drei Kategorien mit einer ähnlich starken Abschwächung des Nominallohnwachstums je Arbeitnehmer. Dies deutet darauf hin, dass die Tarifbindung und zentralisierte Lohnsetzungsmechanismen hier eine wichtige Rolle spielen könnten.³ Die Unterschiede beim erwarteten Anstieg der Arbeitskosten sind also vor allem dem Umstand geschuldet, dass die Erwartungen in Bezug auf das

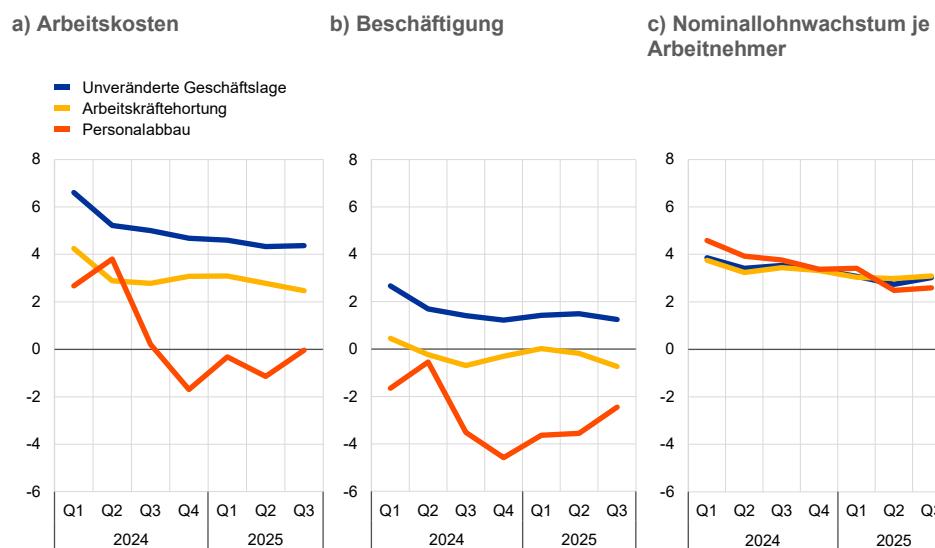
³ Ein ähnliches Lohnwachstum steht auch im Einklang mit einem vollständig dezentralisierten, wettbewerbsfähigen Arbeitsmarkt, da sich die Löhne in einem wettbewerbsfähigen Arbeitsmarkt angeleichen. Siehe [Bates et al. \(2025\)](#) für eine Übersicht der aktuellen Entwicklung des Lohnwachstums. Darüber hinaus findet sich in [Bates et al. \(2024\)](#) eine Analyse von Tarifvereinbarungen.

Beschäftigungswachstum in den einzelnen Unternehmenskategorien voneinander abweichen.

Abbildung C

Erwartungen der Unternehmen zum Wachstum der Gesamtarbeitskosten, Beschäftigung und Löhne

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Erwartungen der Unternehmen für die kommenden zwölf Monate. Der Anstieg der Gesamtarbeitskosten entspricht dem Produkt aus Beschäftigungswachstum und Nominallohnwachstum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

Unternehmen, die über eine Verschlechterung ihrer Geschäftstätigkeit berichten, haben in der Regel geringere Erwartungen hinsichtlich des Anstiegs der Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten (siehe Abbildung D). Unternehmen der Kategorie „unveränderte Geschäftslage“ rechnen mit stärkeren Verkaufspreisanstiegen (+3,1 % gegen Vorjahr im dritten Quartal 2025) als Firmen, deren Geschäft in der Vergangenheit von negativen Schocks betroffen war (Unternehmen mit Arbeitskräftehortung: +1,9 %; Unternehmen ohne Arbeitskräftehortung: +1,6 % gegen Vorjahr im dritten Quartal 2025). Für diese Abweichungen sind die Erwartungen der Unternehmen bezüglich der Entwicklung des HVPI irrelevant, da alle Kategorien mit einer ähnlich hohen durchschnittlichen HVPI-Inflation rechnen. Dies lässt vermuten, dass Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit sich verschlechtert hat, unabhängig von der Entscheidung für oder gegen eine Arbeitskräftehortung davon ausgehen, ihre Preise nicht so stark anheben zu können wie ihre Mitbewerber, was auf eine schwächere Nachfrage nach ihren Produkten oder auf einen höheren Wettbewerbsdruck hindeutet. Bei ähnlich hohem Lohnwachstum könnte diese geringere Preissetzungsmacht die Gewinnmargen schmälern. In der Folge wären die betroffenen Unternehmen gezwungen, andere Kanäle zur Senkung ihrer Arbeitskosten auszuloten.⁴

⁴ Ferrando et al. (2025) verknüpfen die Erwartungen zur HVPI-Inflation mit den Erwartungen in Bezug auf das Beschäftigungswachstum, obwohl dieser Kanal nur in geringem Maße zur Entwicklung der Inflationserwartungen im Zeitverlauf beiträgt.

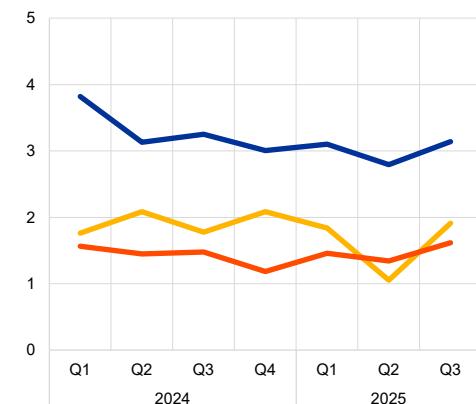
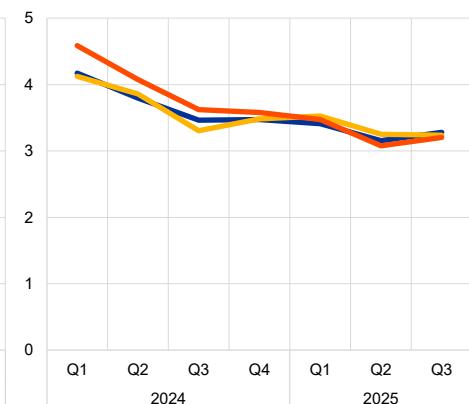
Abbildung D

Erwartungen der Unternehmen zu Verkaufspreisen und Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

a) Verkaufspreise der Unternehmen

- Unveränderte Geschäftslage
- Arbeitskräftehortung
- Personalabbau

**b) HVPI-Inflation**

Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Erwartungen der Unternehmen für die kommenden zwölf Monate. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

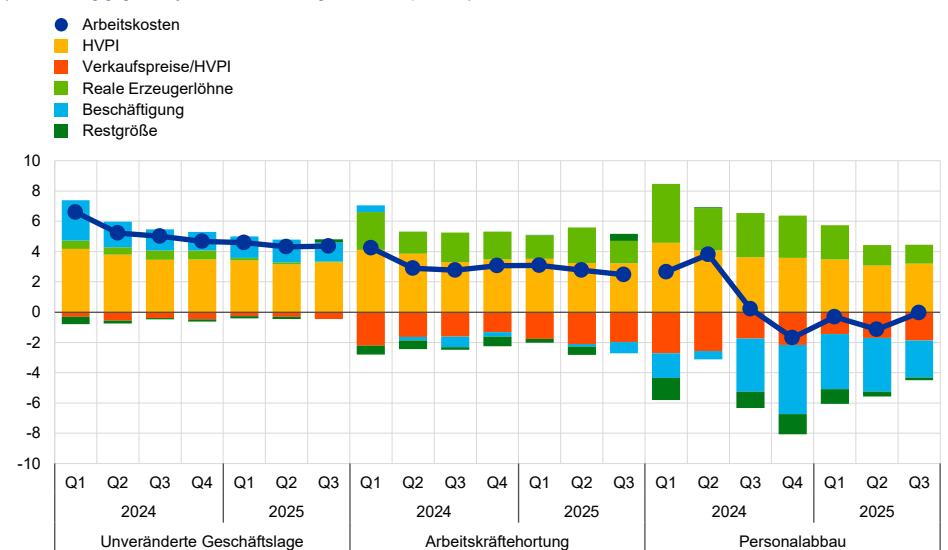
Insgesamt gibt es Belege für einen Zusammenhang zwischen der Entscheidung der Unternehmen für oder gegen eine Arbeitskräftehortung und ihren Erwartungen im Hinblick auf den zukünftigen Anstieg der Arbeitskosten.

Abbildung E zeigt die Faktoren auf, die in den einzelnen Unternehmenskategorien für die jeweils erwartete Entwicklung der Arbeitskosten ausschlaggebend sind. Die höheren diesbezüglichen Erwartungen der Unternehmen in der Kategorie „unveränderte Geschäftslage“ lassen sich mit ihren höheren Beschäftigungserwartungen erklären (blaue Balken). Dagegen rechnen Unternehmen, die Arbeitskräfte horten oder Personal abbauen, mit einem geringeren Beschäftigungswachstum, aber mit einem Anstieg der um die Verkaufspreise deflationierten Lohnkosten (hellgrüne Balken). Diese Messgröße der Reallöhne ist für die Unternehmen der maßgebliche Indikator der Arbeitskosten, denn sie zeigt, ob und inwieweit die Unternehmen die Arbeitskosten durch eine Erhöhung ihrer Verkaufspreise finanzieren können. Da die Unternehmen der Kategorien „Arbeitskräftehortung“ und „Personalabbau“ damit rechnen, ihre Verkaufspreise zukünftig nicht so stark anheben zu können, erwarten sie mit Blick auf ihre aktuelle Belegschaft im kommenden Jahr vergleichsweise höhere Kosten. Dementsprechend liefern die Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Arbeitskostenentwicklung wertvolle Erkenntnisse in Bezug auf ihre Entscheidungen für oder gegen eine Arbeitskräftehortung. Zudem lässt sich auf dieser Grundlage die zyklische Erholung der Arbeitsproduktivität besser nachvollziehen, die üblicherweise auf Phasen mit starker Arbeitskräftehortung folgt.

Abbildung E

Aufschlüsselung der Erwartungen zum Anstieg der Arbeitskosten nach Unternehmenskategorien

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zerlegt die von den Unternehmen erwartete Entwicklung der Arbeitskosten in ihre Komponenten Beschäftigung, Reallöhne und Anstieg der Verkaufspreise. Der Reallohnindikator zeigt, ob und inwieweit die Unternehmen die Arbeitskosten durch eine Erhöhung ihrer Verkaufspreise finanzieren können. Bei identischem Lohnwachstum steigen die Kosten je Arbeitnehmer, wenn ein Unternehmen seine Preise weniger stark anheben kann als seine Mitbewerber. Für die Preissteigerungskomponente werden die Erwartungen der Unternehmen zur HVPI-Inflation zugrunde gelegt. Daher entspricht die Komponente „Verkaufspreise/HVPI“ dem Verhältnis zwischen dem erwarteten Anstieg der Verkaufspreise und der erwarteten HVPI-Inflation. Sie liefert Anhaltspunkte dafür, wie sich die Verkaufspreise der Unternehmen deren Erwartung zufolge im Vergleich zur HVPI-Inflation entwickeln werden. Die Aufschlüsselung ist additiv, d. h., die Komponenten summieren sich zu den erwarteten Gesamtarbeitskosten. Die Restgröße beinhaltet mögliche Verzerrungen durch die Aggregation, denn alle Angaben der Unternehmen entsprechen den Erwartungen für das kommende Jahr und stammen aus der SAFE-Umfrage. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

Literaturverzeichnis

- Arce, Ó. und Sondermann, D. (2024), [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai.
- Bates, C., Bodnár, K., Healy, P. und Roca I Llevadot, M. (2025), [Lohnentwicklung während und nach der Hochinflationsphase](#), EZB, Wirtschaftsbericht 1/2025.
- Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. und Stanislao, M. (2024), [The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#), Der EZB-Blog, 18. Dezember.
- Botelho, V. (2024), [Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2024.
- Ferrando, A., Lamboglia, S. und Rariga, J. (2025), [Bestimmungsfaktoren der Inflationserwartungen von Unternehmen in der SAFE-Umfrage](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2025.

7

Betrachtung des Warenkorbs für Nahrungsmittel: Gründe für den jüngsten Preisauftrieb

Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland und Zivile Zekaite

Es ist wichtig, die Ursachen für den hartnäckigen Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln im Jahr 2025 zu verstehen. Die Preisdynamik in diesem Segment beeinflusst nämlich in hohem Maße die Inflationswahrnehmung der Verbraucher und deren kurzfristige Inflationserwartungen. Die Menschen achten besonders auf die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln, da sie diese häufig kaufen und einen beträchtlichen Teil ihres Haushaltsbudgets darauf verwenden. Zudem ist der Substitutionsspielraum begrenzt. Das bedeutet, dass Nahrungsmittelkäufe die Einschätzung der privaten Haushalte zur Gesamtinflation überproportional stark beeinflussen können.¹ Die Europäische Zentralbank (EZB) erhebt in ihrer Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) seit 2022 mit einer gewissen Regelmäßigkeit detaillierte Informationen zur Inflationswahrnehmung und den Inflationserwartungen in Bezug auf wichtige Positionen des Warenkorbs. Die Analyse zeigt, dass sich der wahrgenommene und der erwartete Preisanstieg bei Nahrungsmitteln relativ stark auf die Wahrnehmung der Gesamtinflation und die Erwartungen für die Teuerung in einem Jahr auswirken (siehe Abbildung A, Grafik a). Bei längeren Zeithorizonten spielen die Nahrungsmittel keine derart große Rolle. Darüber hinaus gaben fast zwei Drittel der Befragten an, dass die Nahrungsmittelpreise ihre Inflationserwartungen beeinflussen, was einen größeren Anteil als bei allen anderen Positionen des Warenkorbs darstellt (siehe Abbildung A, Grafik b). Diese Umfrageteilnehmerinnen und -teilnehmer rechneten eher damit, dass die Inflation in den kommenden zwölf Monaten über dem Zielwert der EZB von 2 % liegt, als dies beim verbleibenden Drittel der Befragten der Fall war. Daher ist es sowohl für die Beobachtung der Gesamtinflation als auch für die Beurteilung der Verbrauchererwartungen wichtig, die jüngste Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln zu verstehen.

¹ Siehe D'Acunto et al. (2025) und die dort aufgeführten Literaturhinweise.

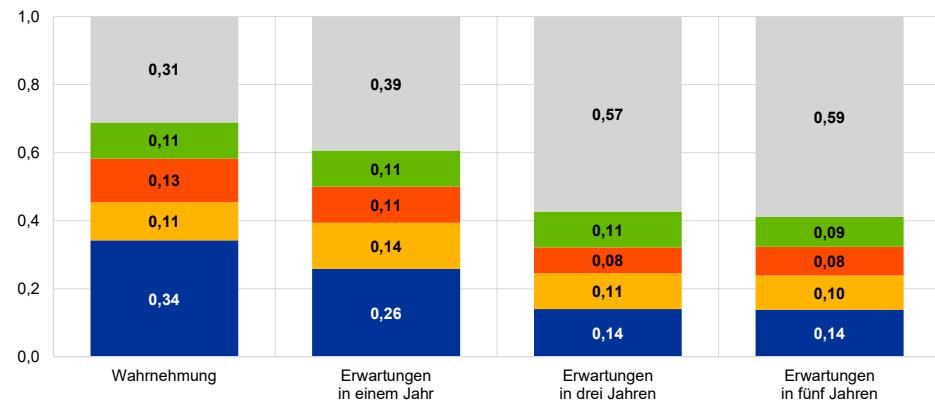
Abbildung A

Bedeutung der Nahrungsmittelpreise für die Inflationserwartungen

a) Relative Bedeutung der Teuerung bei Nahrungsmitteln für die Inflationswahrnehmung und die Inflationserwartungen

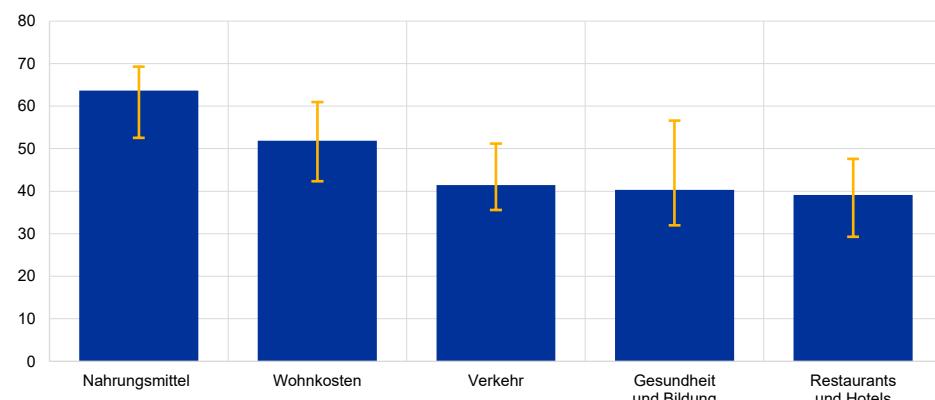
(relative Gewichte)

- Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren
- Bekleidung und Schuhe
- Wohnen
- Haushaltsgeräte
- Sonstige



b) Die fünf wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Inflationserwartungen der Verbraucher

(Anteil in % der Befragten)



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

Anmerkung: Grafik a zeigt die relativen Gewichte der Warenkorbpositionen auf Basis des zusätzlichen Erklärungsgehalts der Positionen in den Regressions für die Inflationswahrnehmung (erster Balken) und die Inflationserwartungen (unter Berücksichtigung der Wahrnehmung, restliche Balken) gegenüber einer Regression mit lediglich fixen Effekten. Die Kategorie „Sonstige“ enthält die Beiträge der Positionen „Gesundheit“, „Verkehr“, „Kommunikation“, „Freizeit und Kultur“, „Bildung“ sowie „Restaurants und Hotels“. Die Daten aus der CES-Umfrage beziehen sich auf Dezember 2022, Januar, Juli und Dezember 2023, Januar 2024 sowie Mai und Juni 2025. Aus Grafik b geht hervor, wie die nachfolgende Frage in der CES-Umfrage beantwortet wurde: Wenn Sie daran denken, wie Preise sich generell in dem Land, in dem Sie leben, in den kommenden zwölf Monaten verändern werden, welche der unten aufgeführten Positionen beeinflussen Ihre Erwartungen? Die gelben Intervalle geben die Spanne zwischen den von den einzelnen Ländern gemeldeten niedrigsten bzw. höchsten Anteilen an. „Nahrungsmittel“ bezieht sich auf Nahrungsmittel und Getränke einschließlich Tabakwaren.

Die Teuerung bei Nahrungsmitteln ist 2025 nach wie vor erhöht, aber dies ist im Wesentlichen auf nur einige wenige Positionen zurückzuführen.² Die jährliche HVPI-Inflationsrate für Nahrungsmittel im Euroraum ist im November 2025 auf 2,4 % gesunken, nachdem sie im März 2023 mit 15,5 % ihren Höchststand erreicht hatte. Im Jahr 2025 (Januar-November) betrug sie im Schnitt 2,9 %. Damit

² Siehe auch Bobeica, Koester und Nickel (2025).

liegt sie seit Dezember 2021 über ihrem vor der Pandemie verzeichneten langfristigen Durchschnitt von 2,2 %. Von den verschiedenen im HVPI erfassten Nahrungsmittelkomponenten waren 2025 vor allem „Kaffee, Tee und Kakao“, „Zucker, Konfitüre, Honig, Schokolade und Süßwaren“ (Süßigkeiten) sowie „Fleisch“ für den über dem Durchschnitt liegenden Preisauftrieb maßgeblich. In den letzten Monaten entfielen über 50 % der jährlichen Teuerungsrate für Nahrungsmittel auf Kaffee, Tee, Kakao, Süßigkeiten und Fleisch, obwohl das Gewicht dieser Positionen im HVPI für Nahrungsmittel bei unter 25 % liegt. Dagegen haben sich die Beiträge der übrigen Nahrungsmittelpositionen seit dem im Zeitraum 2022-2023 verzeichneten Inflationsschub weitgehend normalisiert. Auch das Interesse der Medien an der Teuerung bei Nahrungsmitteln hat nachgelassen, ist aber weiterhin höher als 2019 (siehe Abbildung B, Grafik a). Die monatlichen Wachstumsraten ließen zuletzt darauf schließen, dass sich der Preisdruck bei einigen Positionen abschwächt, z. B. bei Kaffee, Tee, Kakao und Süßigkeiten (siehe Abbildung B, Grafik b). Überdies nähern sich die Jahresänderungsraten inzwischen wieder ihrem langfristigen Durchschnitt an.

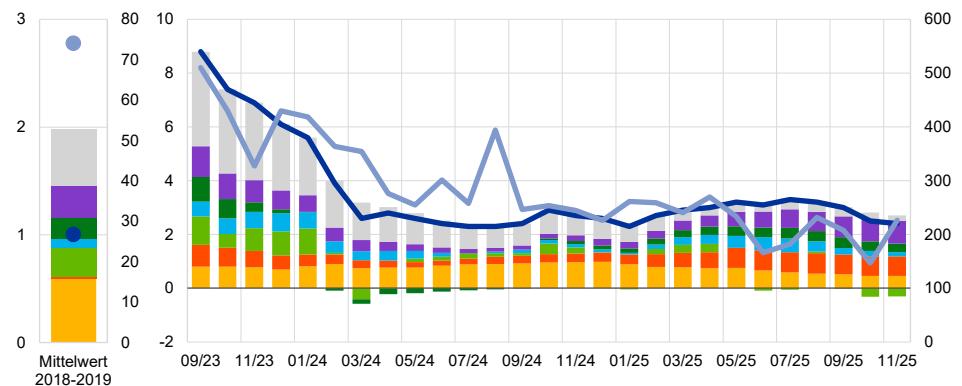
Abbildung B

Entwicklung der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel

a) HVPI-Inflation bei Nahrungsmitteln und Medieninteresse

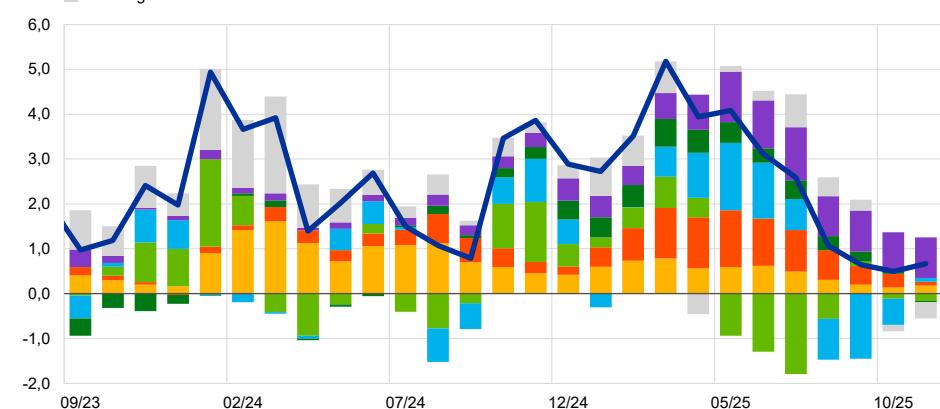
(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten; rechte Skala: Index)

- Medienberichterstattung zur Teuerung bei Nahrungsmitteln (rechte Skala)
- HVPI für Nahrungsmittel
- Tabakwaren
- Kaffee, Kakao, Zucker, Schokolade usw.
- Gemüse
- Obst
- Milch, Käse und Eier
- Fleisch
- Sonstige

**b) Kurzfristige Preisentwicklung der im HVPI erfassten Nahrungsmittel**

(gleitender Dreimonatsdurchschnitt der aktualisierten Veränderung gegen Vormonat in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- HVPI für Nahrungsmittel
- Tabakwaren
- Kaffee, Kakao, Zucker, Schokolade usw.
- Gemüse
- Obst
- Milch, Käse und Eier
- Fleisch
- Sonstige



Quellen: Eurostat, Factiva und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf Basis von 15 COICOP-Kategorien (meist auf der vierstelligen Gliederungsebene). „Sonstiges“ umfasst „Brot und Getreide“, „Fisch“, „Speiseöle und -fette“, „Nahrungsmittel a.n.g.“, „Mineralwasser, Erfrischungsgetränke und Frucht- und Gemüsesäfte“, „Spirituosen“, „Wein“ und „Bier“. „Medienberichterstattung zur Teuerung bei Nahrungsmitteln“ stellt den monatlichen Durchschnitt eines aktualisierten zugrunde liegenden Tagesindex gemäß Araab et al. (2025) dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

Der jüngste Anstieg der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel war in hohem Maße auf die Preisentwicklung bei Nahrungsmittelrohstoffen zurückzuführen, für die Extremwetterereignisse und andere strukturelle Faktoren

verantwortlich waren. Die Rohstoffpreise für Kakao und Kaffee erreichten Anfang 2025 neue Höchststände und hatten sich damit seit Januar 2024 mehr als verdoppelt (siehe Abbildung C, Grafik a). Zwar sind diese Preise mittlerweile gegenüber ihren jeweiligen Höchstständen etwas zurückgegangen, jedoch haben die vorangegangenen Preissteigerungen zeitlich verzögert auf die Verbraucherpreise durchgewirkt. Diese Verteuerung lässt sich zum Teil auf Wetterextreme zurückführen (Kotz et al., 2025). Die Ergebnisse des jüngsten Dialogs der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen deuten ebenfalls darauf hin, dass die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln auch vom Klimawandel beeinflusst wird (Kuik et al., 2025). Unseren Schätzungen zufolge könnte beispielsweise die Hitzewelle des Sommers 2025 die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Euroraum binnen Jahresfrist um 0,4 bis 0,7 Prozentpunkte steigen lassen.³ Dagegen werden die Fleischpreise in Europa (vor allem für Rindfleisch) vom kontinuierlichen strukturellen Angebotsrückgang bei zugleich robuster Nachfrage bestimmt.⁴ Dementsprechend erreichten die Ab-Hof-Fleischpreise in Europa im Juni 2025 einen Höchststand, der 17 % über dem Niveau vom Januar 2024 lag. Anschließend gingen sie wieder leicht zurück.

³ Auf Basis einer Aktualisierung der Analyse in Kotz et al. (2024).

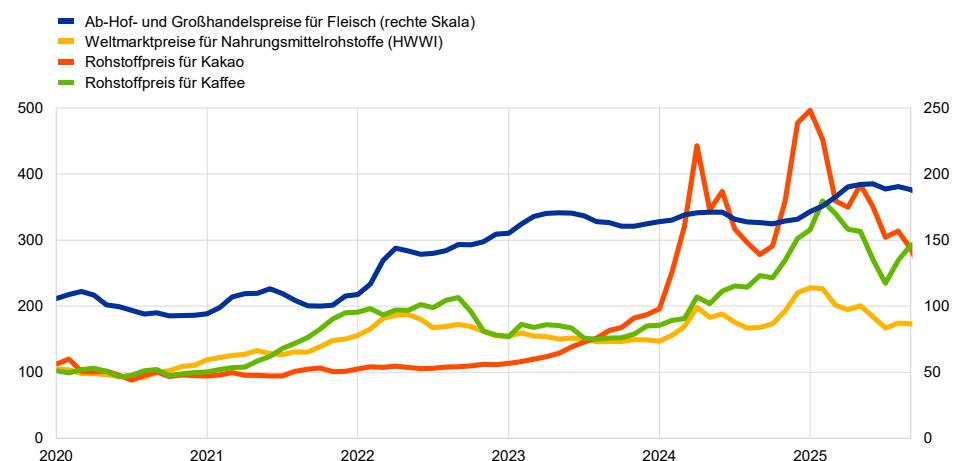
⁴ Einzelheiten hierzu finden sich in: Europäische Kommission, [Meat and eggs market situation factsheet](#).

Abbildung C

Bestimmungsfaktoren der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel

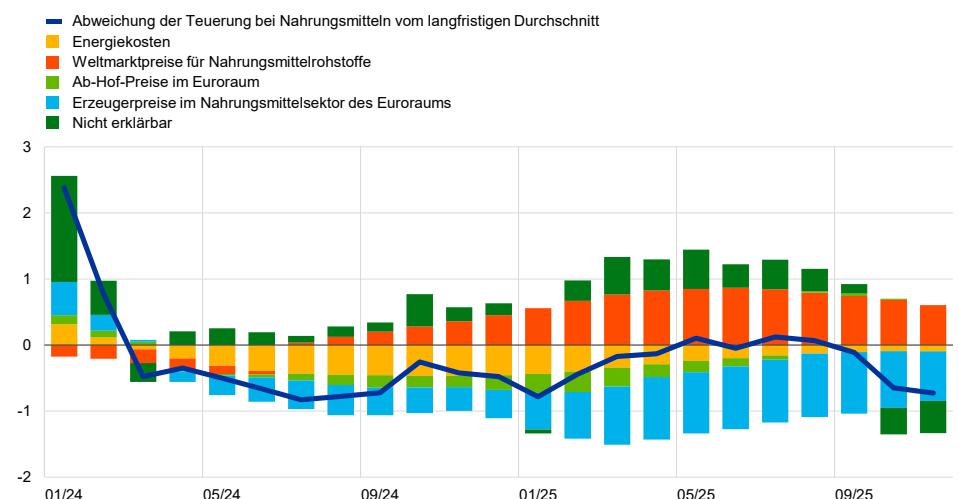
a) Entwicklung der Nahrungsmittelrohstoffpreise

(Indizes: 2020 = 100)



b) Modellbasierte Zerlegung der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel

(Beitrag zur Abweichung vom langfristigen Durchschnitt in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf November 2025. Grafik b zeigt die Zerlegung der Bestimmungsfaktoren, die für die Abweichung der Teuerung bei Nahrungsmitteln im Euroraum von ihrem langfristigen Durchschnitt (sowie von der Anfangsbedingung) verantwortlich sind. Basis hierfür ist ein bayesianisches Vektorautoregressionsmodell unter Verwendung der BEAR-Toolbox der EZB. Die Identifizierung der Bestimmungsfaktoren erfolgt anhand der Cholesky-Zerlegung gemäß Ferrucci et al. (2012), wo die folgende Reihenfolge von Innovationen festgelegt ist: Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe (in Euro, Quelle: HWWI); Erzeugerpreise für Energie im Euroraum, Ab-Hof-Preise im Euroraum, Erzeugerpreise im Nahrungsmittelsektor, Verbraucherpreise. Diese Reihenfolge deckt sich mit der Annahme zur Wertschöpfungskette. Der Schätzzeitraum erstreckt sich von Dezember 1996 bis November 2025.

Auch aus einer modellbasierten Zerlegung der Teuerung bei Nahrungsmitteln in ihre Bestimmungsfaktoren lässt sich schlussfolgern, dass die Rohstoffpreise zuletzt eine größere Rolle gespielt haben (siehe Abbildung C, Grafik b).⁵ Anhand der Zerlegung wird deutlich, dass der Kostendruck in den letzten Monaten aufgrund der etwas geringeren Beiträge der internationalen Rohstoffpreise und des geringen (und nun negativen) Beitrags einer „nicht erklärbaren“

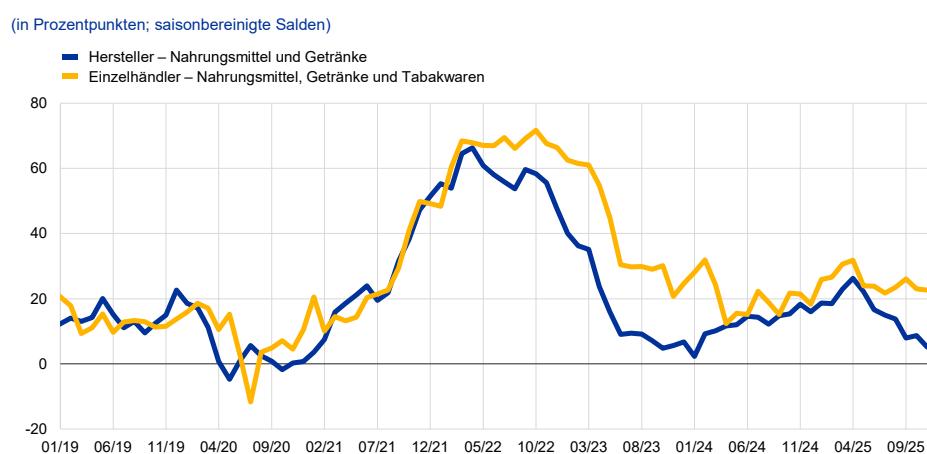
⁵ Einzelheiten zur modellbasierten Zerlegung finden sich bei Kuik et al. (2024).

Komponente nachgelassen hat, wobei Letztere mit dem Durchwirken der zurückliegenden Lohnsteigerungen im Einzelhandel zusammenhängen dürfte.⁶ So belegen die jüngsten Angaben zum sektoralen Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, dass das Lohnwachstum im Bereich Handel, Verkehr und Gastgewerbe (der den Nahrungsmittel-Einzelhandel umfasst) in der ersten Jahreshälfte 2025 weiterhin erhöht war und über seinem Durchschnitt vor der Pandemie lag.

Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln weiter nachlässt und dabei auf kurze Sicht von sinkenden Verkaufspreiserwartungen gestützt wird. Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2025 zufolge dürfte sich die Teuerung bei Nahrungsmitteln kurzfristig verringern, im dritten Quartal 2026 auf 2,1 % zurückgehen und über den verbleibenden Projektionszeitraum hinweg weiterhin auf moderatem Niveau liegen. Auf sehr kurze Sicht wird diese Einschätzung durch die Antworten der Nahrungsmittel- und Getränkehersteller in der Branchenumfrage der Europäischen Kommission gestützt. Deren Verkaufspreiserwartungen für die kommenden drei Monate sind nämlich seit April rückläufig und unter ihnen von 1999 bis 2019 verzeichneten langfristigen Durchschnitt gefallen (siehe Abbildung D). Im Gegensatz dazu haben sich die Verkaufspreiserwartungen im Einzelhandel für Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren weniger deutlich verringert und liegen überdies nach wie vor über ihrem langfristigen Durchschnitt. Dies könnte zum Teil auf das immer noch erhöhte Lohnwachstum in diesem Sektor zurückzuführen sein.

Abbildung D

Verkaufspreiserwartungen der Nahrungsmittelhersteller und -einzelhändler in den kommenden drei Monaten



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Salden werden als Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiven Erwartungen und den Anteilen jener mit negativen Erwartungen ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

⁶ Zu beachten ist, dass auch die im verarbeitenden Gewerbe gezahlten Löhne über die Erzeugerpreise in das Modell einfließen.

Literaturverzeichnis

Aarab, I., Bańbura, M., Bobeica, E. und Leguay, E. (2025), [Analyse der Medienaufmerksamkeit in Bezug auf die Inflation](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2025.

Bobeica, E., Koester, G. und Nickel, C., [When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area](#), Der EZB-Blog, 25. September 2025.

D'Acunto, F., De Fiore, F., Sandri, D. und Weber, M. (2025), [A global survey of household perceptions and expectations](#), BIS Quarterly Review, September 2025.

Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. und Onorante, L. (2012), [Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#), International Journal of Central Banking, Bd. 8, März 2012, S. 179-218.

Kotz, M., Donat, M. G., Lancaster, T., Parker, M., Smith, P., Taylor, A. und Vetter, S. H. (2025), [Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks](#), Environmental Research Letters, Bd. 20, Nr. 8.

Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. und Nickel, C. (2024), [Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures](#), Nature Communications Earth & Environment, Bd. 5, Nr. 115.

Kuik, F., Lis, E. M., Paredes, J. und Rubene, I. (2024), [Bestimmungsfaktoren der Teuerung bei Nahrungsmitteln im Euroraum in den vergangenen zwei Jahren](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2024.

Kuik, F., Morris, R., Roma, M. und Slavík, M. (2025), [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2025.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 30. Juli bis zum 4. November 2025

Kristian Tötterman und Samuel Bieber

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2025. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 30. Juli bis zum 4. November 2025 („Berichtszeitraum“).

Die Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm sukzessive 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. Kompensiert wurde die rückläufige Liquiditätsbereitstellung zum Teil dadurch, dass die Liquiditätsabschöpfung über autonome Faktoren (netto) weiter sank.

Liquiditätsanalyse der autonomen Faktoren

Beginnend mit der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts werden die Bilanzpositionen des Eurosystems in diesem Kasten etwas anders kategorisiert als bisher. Damit soll das Verständnis dafür verbessert werden, welche Einflussgrößen für Veränderungen der autonomen Faktoren und deren Liquiditätsauswirkungen verantwortlich sind. Für die Analyse der Liquiditätsbedingungen des Eurosystems werden die autonomen Faktoren wie folgt kategorisiert: a) Nettoforderungen in Euro, b) Nettoforderungen in Fremdwährung, c) Einlagen öffentlicher Haushalte, d) Banknotenumlauf und e) sonstige autonome Faktoren (netto). Die ersten beiden Faktoren wirken per saldo liquiditätszuführend, während die übrigen drei Faktoren per saldo einen liquiditätsabschöpfenden Effekt haben. Die Zuordnung der Bilanzpositionen zu diesen Kategorien hat sich nun leicht verändert. Erstens werden die Ausgleichsposten aus Neubewertungen von nicht auf Euro lautenden Beständen, die zuvor als „sonstige autonome Faktoren (netto)“ eingestuft wurden, nunmehr der Kategorie „Nettoforderungen in Fremdwährung“ zugerechnet. Dadurch sind die üblicherweise minimalen Auswirkungen, die Veränderungen in dieser Kategorie auf die Liquidität haben, künftig transparenter. Zweitens umfasst die Kategorie „Nettoforderungen in Euro“ nun alle wichtigen nicht geldpolitisch motivierten Einlagen- und Investitionsgeschäfte in Euro. Zuvor wurden nur einige dieser Geschäfte dieser Kategorie zugeordnet, während die übrigen Positionen den sonstigen autonomen Faktoren (netto) zugerechnet wurden. Drittens umfasst die Kategorie „sonstige autonome Faktoren (netto)“ nun deutlich weniger Bilanzpositionen, z. B. Kapital und Rücklagen sowie Rückstellungen des

Eurosystems. Die historischen Zeitreihen, die diese überarbeitete Aufschlüsselung widerspiegeln, sind im Data Portal der EZB unter [Liquidity \(Table\)](#) abrufbar.

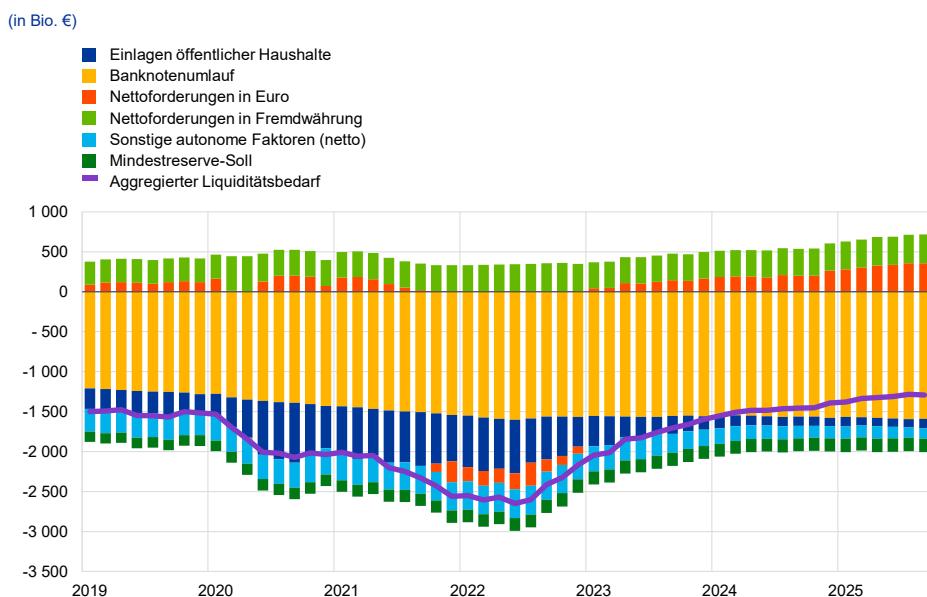
Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 30 Mrd. € auf 1 288 Mrd. € (siehe Abbildung A).

Diese Entwicklung war darauf zurückzuführen, dass die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen und die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren geringfügig sanken. Das Mindestreserve-Soll lag stabil bei 168 Mrd. € und hatte damit keine Auswirkungen auf den allgemeinen Liquiditätsbedarf (siehe Tabelle A).

Abbildung A

Veränderung des aggregierten Liquiditätsbedarfs



Quelle: EZB.

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

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 28 Mrd. € an – in erster Linie bedingt durch eine Zunahme der Nettoforderungen in Euro um 25 Mrd. €. Dieser insgesamt verzeichnete Anstieg war vor allem dem anhaltenden Rückgang der nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Einlagen in Euro zuzuschreiben. Die nicht geldpolitisch motivierten Investitionen in Euro nahmen geringfügig zu, was ebenfalls zum Anstieg der Nettoforderungen in Euro beitrug. Unterdessen stiegen die Nettoforderungen in Fremdwährung marginal an (um 3 Mrd. €). Der Effekt auf die allgemeinen Liquiditätsbedingungen war dabei nur minimal.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren sanken im Berichtszeitraum um 3 Mrd. €. Zurückzuführen war dies in erster Linie auf einen Rückgang der sonstigen autonomen Faktoren (netto). Die sonstigen

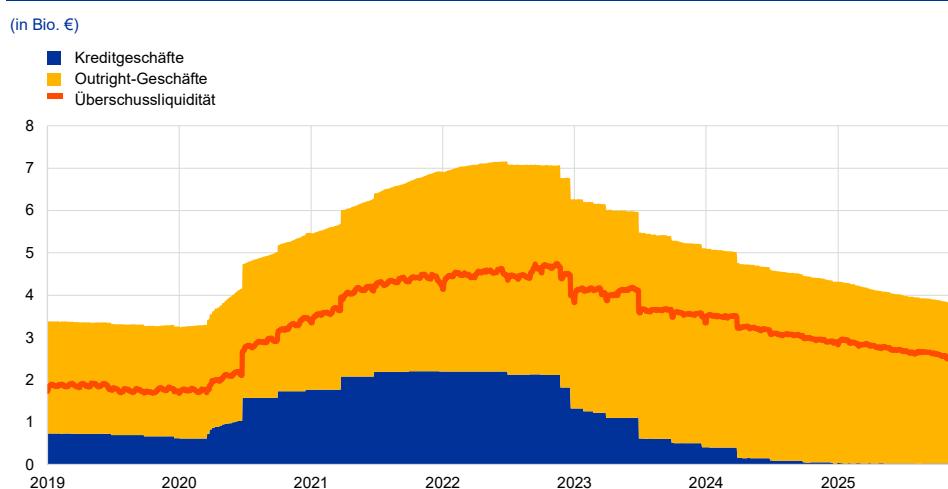
autonomen Faktoren (netto) gingen um durchschnittlich 18 Mrd. € zurück, was vor allem einer Verringerung auf der Passivseite geschuldet war. Die Einlagen öffentlicher Haushalte erhöhten sich geringfügig um 6 Mrd. € auf 110 Mrd. €. Maßgeblich hierfür waren verstärkte öffentliche Emissionen im Herbst, die zur Folge hatten, dass die Staaten größere Liquiditätspuffer hielten. Der durchschnittliche Banknotenumlauf nahm im Berichtszeitraum leicht zu und stieg um 8 Mrd. € auf 1 591 Mrd. €.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 127 Mrd. € auf 3 901 Mrd. € (siehe Abbildung B). Ursächlich hierfür war hauptsächlich ein Rückgang der Outright-Geschäfte des Eurosystems.

Abbildung B

Entwicklung der täglich über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

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

Die durchschnittliche Liquidität, die über die Wertpapierbestände im Rahmen der geldpolitischen Outright-Geschäfte bereitgestellt wurde, verringerte sich im Berichtszeitraum um 125 Mrd. € auf 3 881 Mrd. €. Grund für diese Verringerung war, dass die Tilgungsbeträge fällig gewordener APP- und PEPP-Bestände nicht mehr reinvestiert wurden.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte sank im Berichtszeitraum um 3 Mrd. € auf 21 Mrd. €. Die durchschnittlichen ausstehenden Beträge aus den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) und dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) verringerten sich um rund 1 Mrd. € bzw. 2 Mrd. €. Ausschlaggebend für die verhaltene Teilnahme der Banken an diesen Standardgeschäften waren ihre komfortable Liquiditätsposition und die

Verfügbarkeit alternativer Finanzierungsquellen mit attraktiven Marktzinsen und Laufzeiten.

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 97 Mrd. € auf 2 614 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 %.

Der durchschnittliche €STR (Euro Short-Term Rate) stieg im Berichtszeitraum marginal an, er wies jedoch nach wie vor einen negativen Spread gegenüber dem Einlagesatz auf. Im Schnitt lag der €STR im Berichtszeitraum 7,5 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Damit verringerte sich dieser Spread im Vergleich zur dritten und vierten Erfüllungsperiode 2025, als er noch 7,9 Basispunkte betragen hatte, geringfügig.

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 – wie bereits in der dritten und vierten Erfüllungsperiode 2025 – dem Zinssatz für die Einlagefazilität.

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 30. Juli bis 4. Nov. 2025						Vorheriger Berichts- zeitraum: 23. April bis 29. Juli 2025	
	Fünfte und sechste Erfüllungs- periode		Fünfte Erfüllungs- periode: 30. Juli bis 16. Sept. 2025		Sechste Erfüllungs- periode: 17. Sept. bis 4. Nov. 2025			
Liquiditätszuführende Faktoren								
Autonome Faktoren	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685	(+43)
- Nettoforderungen in Fremdwährung	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353	(+6)
- Nettoforderungen in Euro	357	(+25)	358	(+24)	357	(-1)	332	(+37)
Geldpolitische Geschäfte	3 901	(-127)	3 931	(-57)	3 871	(-60)	4 028	(-156)
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	9	(-1)	8	(-0)	10	(+2)	10	(+0)
- Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	12	(-2)	12	(-1)	11	(-1)	13	(-3)
- Outright-Geschäfte	3 881	(-125)	3 911	(-56)	3 850	(-61)	4 005	(-154)
- Sonstige Liquiditätsbereitstellung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquiditätsabschöpfende Faktoren								
Autonome Faktoren	1 844	(-3)	1 838	(-7)	1 850	(+12)	1 847	(+6)
- Banknotenumlauf	1 591	(+8)	1 593	(+5)	1 590	(-2)	1 583	(+14)
- Einlagen öffentlicher Haushalte	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104	(-5)
- Sonstige autonome Faktoren (netto)	143	(-18)	141	(-13)	144	(+3)	161	(-2)
Geldpolitische Geschäfte								
- Sonstige Liquiditätsabschöpfung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidität und ständige Fazilitäten								
- Giroguthaben der Kreditinstitute	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172	(+0)
- Mindestreserve-Soll ¹⁾	168	(+1)	168	(+1)	168	(-0)	167	(+0)
- Spaltenrefinanzierungsfazilität	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Einlagefazilität	2 608	(-98)	2 643	(-28)	2 573	(-70)	2 705	(-120)
- Überschussliquidität ²⁾	2 614	(-97)	2 648	(-28)	2 579	(-69)	2 711	(-120)
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung								
- Aggregierter Liquiditätsbedarf ³⁾	1 288	(-30)	1 283	(-30)	1 292	(+8)	1 318	(-36)
- Autonome Faktoren (netto) ⁴⁾	1 120	(-31)	1 116	(-31)	1 124	(+8)	1 151	(-37)

Quelle: EZB.

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

1) 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 Spaltenrefinanzierungsfazilität).

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: 30. Juli bis 4. Nov. 2025				Vorheriger Berichtszeitraum: 23. April bis 29. Juli 2025			
	Fünfte Erfüllungsperiode: 30. Juli bis 16. Sept. 2025		Sechste Erfüllungsperiode: 17. Sept. bis 4. Nov. 2025		Dritte Erfüllungsperiode: 23. April bis 10. Juni 2025		Vierte Erfüllungsperiode: 11. Juni bis 29. Juli 2025	
Hauptrefinanzierungs-geschäfte (HRGs)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)
Spitzenrefinanzierungs-fazilität	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)
Einlagefazilität	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)
€STR	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)

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.

Aufsätze

1 Das noch ungenutzte Potenzial des EU-Binnenmarkts

Roberto Bernasconi, Naïm Cordemans, Vanessa Gunnella, Giacomo Pongetti und Lucia Quaglietti

1 Einleitung

Der EU-Binnenmarkt umfasst 450 Millionen Menschen und 26 Millionen

Unternehmen. Er ist einer der Eckpfeiler der europäischen Integration und dient als Motor für Wohlfahrtsgewinne, Wettbewerbsfähigkeit und Resilienz. Der EU-Binnenmarkt ermöglicht den freien Waren-, Dienstleistungs-, Kapital- und Personenverkehr. Durch die daraus resultierenden Skaleneffekte, den stärkeren Wettbewerb und die zunehmenden Innovationen fördert er die wirtschaftliche Effizienz. Forschungsarbeiten der EZB zeigen, dass das reale Pro-Kopf-BIP in den Gründungsstaaten durch den EU-Binnenmarkt von 1993 bis 2014 um 12 % bis 22 % gestiegen ist (Lehtimäki und Sondermann, 2020). In den Studien von Mion und Ponatti (2019) werden die durchschnittlichen jährlichen Wohlfahrtsgewinne auf rund 840 € pro Person geschätzt (zu Preisen von 2016).

Der Binnenmarkt verschafft der EU und ihren Mitgliedstaaten weitreichende wirtschaftliche und strategische Vorteile. Ein gut funktionierender Binnenmarkt verbessert die Produktivität und Widerstandsfähigkeit, da er Unternehmen eine Innovations- und Wachstumsplattform bietet. Zudem fördert er die Preiskonvergenz und verstärkt die Transmission der Geldpolitik – zwei Aspekte, die für die EZB von besonderer Bedeutung sind. Angesichts des sich rasch verändernden geopolitischen Umfelds stellt der Binnenmarkt darüber hinaus laut Letta (2024) und Draghi (2024) die erste Verteidigungslinie Europas dar.

Allerdings hat der EU-Binnenmarkt weiterhin mit strukturellen Hindernissen zu kämpfen, die eine Ausschöpfung seines vollen Potenzials verhindern.

Verbleibende Hindernisse – insbesondere für die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen, aber auch für den freien Waren- und Kapitalverkehr sowie die Freizügigkeit von Arbeitskräften – beschränken die Integrationstiefe und den Umfang möglicher Wohlfahrtsgewinne.¹ Diese Hürden gilt es unbedingt zu überwinden. Nur so kann die Resilienz der EU weiter erhöht, ihre Wettbewerbsfähigkeit gefördert, ihre Verteidigungsfähigkeit verbessert und ihre wirtschaftliche Stabilität gewährleistet werden.

Im vorliegenden Aufsatz wird ein Teil des noch ungenutzten Potenzials des EU-Binnenmarkts näher beleuchtet, wobei das Hauptaugenmerk auf dem Waren- und Dienstleistungsverkehr liegt. Zunächst wird die historische Entwicklung des Binnenmarkts kurz dargestellt und der aktuelle Grad der

¹ Siehe Europäische Kommission (2025a).

Handelsintegration untersucht. Im Anschluss daran werden die Hindernisse erläutert, die den freien Waren- und Dienstleistungsverkehr innerhalb der EU beeinträchtigen. Danach wird ihr Ausmaß mithilfe eines Gravitationsmodells quantifiziert.

Abschließend erfolgt eine Schätzung der potenziellen Wohlfahrtsgewinne, die durch eine weitere Integration erzielt werden könnten.

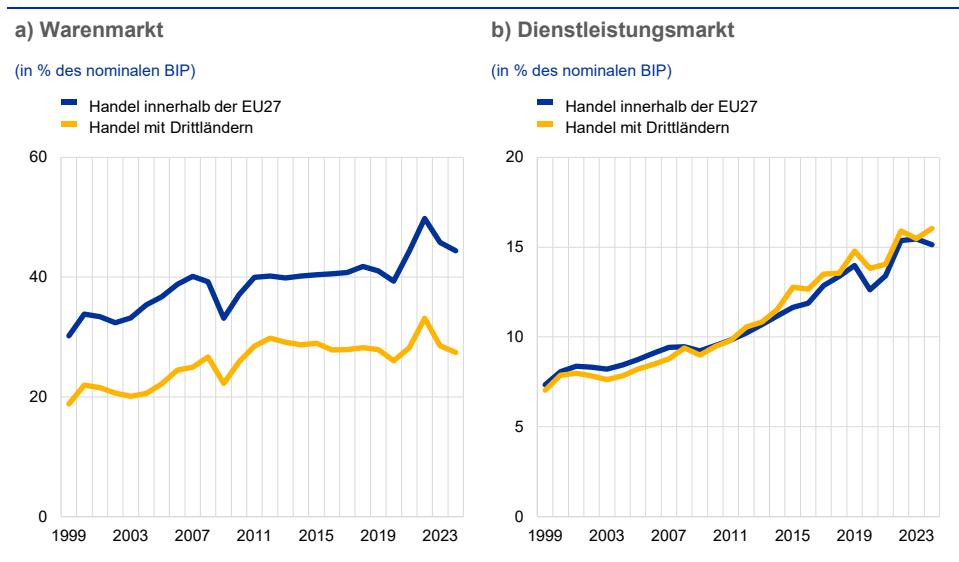
2 Aktueller Integrationsgrad des Waren- und Dienstleistungsverkehrs im EU-Binnenmarkt

Der Vertrag von Rom, durch den 1957 die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) gegründet wurde, legte den Grundstein für einen gemeinsamen Markt und eine Zollunion. Mit diesem Vertrag wurden die vier Grundfreiheiten eingeführt, nämlich der freie Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Kapital und Personen. Zunächst lag der Schwerpunkt auf der Senkung der Zölle und Kontingente für Waren. Beides wurde mit der Gründung der EWG-Zollunion im Jahr 1968 vollständig abgeschafft. In der Einheitlichen Europäischen Akte von 1986 wurde das Ziel festgelegt, durch den Abbau nichttarifärer Handelshemmnisse einen vollständig integrierten Binnenmarkt zu schaffen. Dies ebnete den Weg für den offiziellen Start des EU-Binnenmarkts im Januar 1993. Mit Blick auf den Warenverkehr wurden Zollformalitäten aufgehoben, technische Hindernisse durch gegenseitige Anerkennung abgebaut und Mehrwertsteuerkontrollen an der Grenze durch harmonisierte Regeln ersetzt. Die im Dezember 2006 verabschiedete Dienstleistungsrichtlinie befasste sich mit Hindernissen für die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen, um diskriminierende Praktiken auf Basis der Staatsangehörigkeit oder des Wohnsitzes zu beseitigen und die Zusammenarbeit der Verwaltungsbehörden zu fördern.²

Die Beseitigung von Hemmnissen für den Warenverkehr hat zu einer raschen Integration des Warenhandels in der EU geführt. Die Dienstleistungsmärkte sind hingegen nach wie vor weniger stark integriert. In Abbildung 1 werden der Handel innerhalb der EU und der Handel mit Drittländern als Indikatoren für den Grad der Integration innerhalb bzw. außerhalb des EU-Binnenmarkts verwendet. Es zeigt sich, dass der Warenhandel – anders als der Dienstleistungsverkehr – eindeutig von einer Vertiefung der Integration innerhalb der EU profitiert hat. Im Jahr 2024 machte der grenzüberschreitende Warenhandel innerhalb der EU mehr als 40 % des BIP der EU aus, verglichen mit 30 % im Jahr 1999. Damit war sein Anteil rund 16 Prozentpunkte höher als jener des Handels zwischen der EU und der übrigen Welt. Der Dienstleistungsverkehr innerhalb der EU erhöhte sich im selben Zeitraum von 8 % auf 16 % des BIP und hatte damit einen fast ebenso hohen Anteil wie der Dienstleistungsverkehr mit Drittländern. Dieser Kontrast zwischen der Integration des Waren- und Dienstleistungsverkehrs ist umso bemerkenswerter, als fast drei Viertel der Wirtschaftstätigkeit in der EU auf Dienstleistungen entfallen.

² Der Geltungsbereich der Richtlinie beschränkte sich jedoch auf ausgewählte Sektoren und schloss Bereiche wie Energie, Finanzdienstleistungen, Verkehr, Telekommunikation und Gesundheitswesen aus.

Abbildung 1
Handel innerhalb der EU und mit Drittländern



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

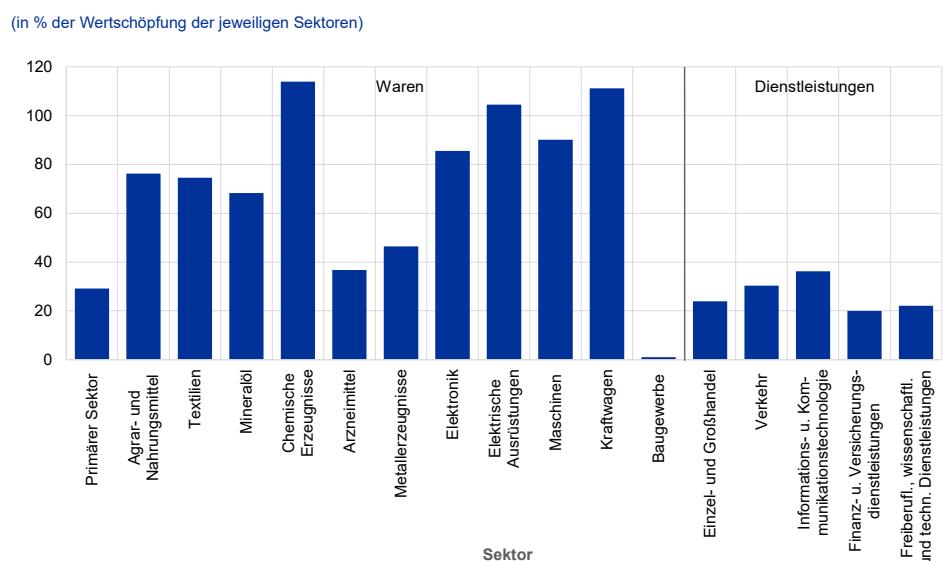
Die vergleichsweise geringe Integration des Dienstleistungsverkehrs lässt sich zum Teil auf den lokalen Charakter von Dienstleistungen zurückführen. Viele Dienstleistungen, z. B. in den Bereichen Gesundheits- und Bildungswesen, Rechtsberatung oder Immobilien, erfordern möglicherweise eine Nähe zum Verbraucher oder eine Anpassung an lokale kulturelle, rechtliche oder sprachliche Gegebenheiten. Das erschwert ihre grenzüberschreitende Erbringung. Die geringe Integration spiegelt aber in gewissem Maße auch die Tatsache wider, dass ein erheblicher Teil der Dienstleistungen über speziell hierfür gegründete Tochtergesellschaften oder Zweigstellen erbracht wird.³

Die Integrationstiefe des EU-Binnenmarkts variiert in den einzelnen Teilsektoren erheblich. Stark harmonisierte Branchen des verarbeitenden Gewerbes wie Kraftwagen, chemische Erzeugnisse und Elektronik profitieren von EU-weiten Standards, Vereinbarungen über die gegenseitige Anerkennung und weitreichenden grenzüberschreitenden Lieferketten. So setzt der Automobilsektor bei Teilen und Montage auf grenzüberschreitende Lieferketten, während chemische Erzeugnisse und Elektronik von harmonisierten EU-Standards profitieren, die den Handel zwischen den Mitgliedstaaten erleichtern. Bei Primärgütern wie Nahrungs- und Arzneimitteln ist die Integration hingegen noch deutlich weniger fortgeschritten (siehe Abbildung 2). Zurückzuführen ist dies auf eine Kombination aus nationalen Vorschriften, unterschiedlichen Standards und logistischen Hindernissen sowie auf nicht politisch bedingte Bestimmungsfaktoren wie kulturelle Unterschiede,

³ Zahlreiche Dienstleistungen erfordern die Gründung lokaler Tochtergesellschaften oder Zweigstellen, die nicht als grenzüberschreitende Dienstleistungsexporte, sondern als Direktinvestitionen eingestuft werden. Der Wert der Dienstleistungen, die über diese lokalen Niederlassungen erbracht werden, wird nicht in der Außenhandelsstatistik ausgewiesen. Dies bedeutet, dass die offiziellen Angaben zum Dienstleistungsverkehr innerhalb der EU den tatsächlichen Integrationsgrad möglicherweise unterzeichnen, da sie das beträchtliche Volumen der über Direktinvestitionskanäle erbrachten Dienstleistungen nicht abbilden.

Verbraucherpräferenzen und die begrenzte Handelbarkeit bestimmter Produkte.⁴ Im Dienstleistungsbereich zeigt sich ein ähnlich uneinheitliches Bild. Bei den unternehmensnahen Dienstleistungen wird aufgrund der Dienstleistungsrichtlinie ein relativ hoher Integrationsgrad erreicht, während Einzelhandel, Baugewerbe, freiberufliche Dienstleistungen und Immobilien mit anhaltenden nationalen und lokalen Hindernissen konfrontiert sind.

Abbildung 2
Handel innerhalb der EU nach Sektoren



Quellen: OECD, TiVA-Datenbank von 2025 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Jahr 2022. Der nach Sektoren aufgeschlüsselte Handel aus den Input-Output-Tabellen umfasst den Bruttohandel mit Endprodukten und Vorleistungsgütern.

3 Hemmnisse für eine weitere Integration des EU-Binnenmarkts

Im EU-Binnenmarkt sind weiterhin Barrieren vorhanden.⁵ Sie haben verschiedene Ursachen, darunter a) Unterschiede in den nationalen Regelungen oder Verordnungen, b) schwerfällige Verwaltungsverfahren, c) eine uneinheitliche Anwendung der EU-Vorschriften und „Gold-Plating“ sowie d) nationale wettbewerbsbeschränkende Praktiken, die ausländische Unternehmen benachteiligen. Darüber hinaus können sich die Hemmnisse auch je nach Sektor unterscheiden. So sind an den Warenmärkten häufig unterschiedliche Standards, nichttarifäre Hemmnisse und hohe Compliance-Kosten zu beobachten. An den Dienstleistungsmärkten erschweren indes Mobilitätsbeschränkungen für Arbeitskräfte und regulatorische Unterschiede den grenzüberschreitenden Handel.

⁴ Abbildung 2 zeigt die Daten zum Handel innerhalb der EU auf Basis der Bruttoexporte, die sowohl Endprodukte als auch Vorleistungsgüter umfassen. Dies führt bis zu einem gewissen Grad zu Doppelzählungen, da Vorleistungsgüter vor der Endproduktion mehrfach Grenzen überschreiten können. Allerdings wird hierdurch auch die Tiefe der wirtschaftlichen Integration und die Bedeutung der Verflechtungen der Wertschöpfungsketten innerhalb der EU verdeutlicht.

⁵ Siehe Draghi (2024) und Letta (2024).

Die fragmentierte Regulierung kann sowohl an den Waren- als auch an den Dienstleistungsmärkten die Handels- und Investitionstätigkeit behindern. Dieser Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über die Ursachen der wichtigsten Hindernisse für den EU-Binnenhandel.

A. Regulatorische Hindernisse

Regulatorische Hindernisse beziehen sich auf fragmentierte Regelungen oder Anforderungen, die den freien Waren- und Dienstleistungsverkehr über Landesgrenzen hinweg einschränken. Unterschiedliche Regeln und Standards in den Mitgliedstaaten können den grenzüberschreitenden Marktzugang begrenzen oder die Compliance-Kosten für Unternehmen erhöhen. In der EU bestehen nach wie vor erhebliche Unterschiede bei den Produktstandards und technischen Anforderungen. Das fragmentierte Mehrwertsteuersystem mit 27 unterschiedlichen nationalen Regelwerken stellt ebenfalls eine Hürde für den grenzüberschreitenden Handel dar. Bei den Dienstleistungen wird die Mobilität der Arbeitskräfte durch die unterschiedliche Anerkennung beruflicher Qualifikationen behindert.

B. Administrative Hindernisse

Bei den administrativen Hindernissen geht es in der Regel um langwierige, schwerfällige oder unklare Verfahren, die die Einhaltung von Vorschriften und die Erbringung von Leistungen erschweren. Verwaltungshürden ergeben sich zumeist aus den Verfahren, die mit der Umsetzung und Durchsetzung von Verordnungen zusammenhängen. Dazu zählen komplexe Genehmigungsverfahren, übermäßige Dokumentationsanforderungen, Verzögerungen bei der Erteilung von Genehmigungen oder eine mangelnde Koordinierung zwischen den nationalen Behörden. So benötigen Exporteure möglicherweise Einfuhrlizenzen, Konformitätsbewertungen und eine maßgeschneiderte Dokumentation zur Einhaltung nationaler Vorschriften. Eine langwierige Produktregistrierung und fehlende digitale Meldesysteme erschweren es ihnen jedoch, diese Anforderungen zu erfüllen. Im Dienstleistungsbereich wurden Anforderungen, die auf dem Wohnsitz oder der Staatsangehörigkeit beruhen, zwar weitgehend durch EU-Recht eingedämmt, doch einige derartige Hindernisse ergeben sich dennoch durch nationale Regelungen wie z. B. Wohnsitzverpflichtungen.

C. Durchsetzungshindernisse

Hindernisse bei der Durchsetzung ergeben sich aus der uneinheitlichen Anwendung von EU-Vorschriften oder fehlenden Überwachungsmechanismen. Eine unterschiedliche Auslegung und Anwendung von EU-Richtlinien in den einzelnen Mitgliedstaaten untergraben den Binnenmarkt. Denn nationale Behörden räumen inländischen Standards häufig Vorrang vor dem EU-Recht ein, wodurch Rechtsunsicherheit entsteht oder Mindestanforderungen nicht erfüllt werden. Durch das „Gold-Plating“, d. h. durch das Hinzufügen nationaler Anforderungen, die über das für die Umsetzung des EU-Rechts erforderliche Mindestmaß hinausgehen, steigen die Kosten und der Aufwand für die Unternehmen noch weiter, da sie sich auf unterschiedliche Auflagen einstellen müssen.

D. Wettbewerbshindernisse

Hindernisse für den Wettbewerb beziehen sich auf diskriminierende Praktiken oder Ungleichbehandlung, durch die ausländische Unternehmen benachteiligt werden. Rechtliche Beschränkungen wie Anforderungen in Bezug auf die Landessprache, Preiskontrollen, Steueranreize für inländische Unternehmen und gezielte Subventionen erhöhen die Betriebskosten oder begrenzen den Zugang für ausländische Wettbewerber. Dies gilt sowohl für Waren als auch für Dienstleistungen. Im Dienstleistungssektor ergibt sich die Fragmentierung aus Local-Content-Anforderungen, die ein bestimmtes Maß an lokaler Wertschöpfung vorsehen. Derartige Anforderungen sind zwar offiziell verboten, werden aber häufig in verdeckter Form eingeführt. In Sektoren wie Energie, Verteidigung und Telekommunikation werden bei öffentlichen Ausschreibungen tendenziell inländische Unternehmen bevorzugt. Studien zufolge werden nur etwa 5 % der öffentlichen Aufträge an ausländische Unternehmen vergeben.⁶

E. Sonstige Hindernisse

Neben den Hindernissen für das effektive Funktionieren des Binnenmarktes bestehen jedoch auch noch zahlreiche weitere strukturelle und praktische Barrieren. Der Zugang zu eindeutigen und umfassenden Informationen stellt im EU-Binnenmarkt nach wie vor eine große Herausforderung dar. So haben Unternehmen häufig Schwierigkeiten, aktuelle Orientierungshilfen zu nationalen Vorschriften und Anforderungen zu finden. Langwierige Vollstreckungsverfahren und ineffiziente Rechtssysteme führen zu einer weiteren Zersplitterung des regulatorischen Umfelds und untergraben die Rechtssicherheit. Im Finanzsektor fehlt noch immer eine vollendete Kapitalmarktunion mit einer einzigen Aufsichtsbehörde und harmonisierten Abwicklungsmechanismen. Dies hemmt grenzüberschreitende Investitionen und die Integration der Finanzmärkte. Hinzu kommt eine lückenhafte Infrastruktur für Verkehr und digitale Kommunikation, die eine effiziente Konnektivität behindert.

Zu den Hindernissen, die das Funktionieren des EU-Binnenmarkts beeinträchtigen, liegen nur wenige Daten vor.

Regulatorische Einschränkungen, administrative Anforderungen und sonstige Hemmnisse lassen sich unter Umständen nur schwer erfassen und quantifizieren. Die vorhandenen Indikatoren basieren häufig auf subjektiven Bewertungen, Experteneinschätzungen oder einer Teilerfassung. Dabei herrscht in Bezug auf die erfassten Sektoren und den Betrachtungszeitraum oft wenig Konsistenz. Einige Indikatoren beruhen auf Einschätzungen von Fachleuten zum Regulierungsrahmen, um die Beschränkungen im Dienstleistungssektor zu quantifizieren. Andere erfassen und klassifizieren systematisch politische Maßnahmen, die sie als nachteilig für den Handel einstufen. Die Daten auf EU-Ebene konzentrieren sich auf die Umsetzung und Einhaltung von EU-Vorschriften. In einigen Unternehmensumfragen wird hingegen die Wahrnehmung der Unternehmen in Bezug auf den Verwaltungsaufwand, die Hindernisse für den Marktzugang und die regulatorische Unsicherheit erfasst. Die Europäische Kommission (2025a) weist darauf hin, dass die EU zwar im Laufe der

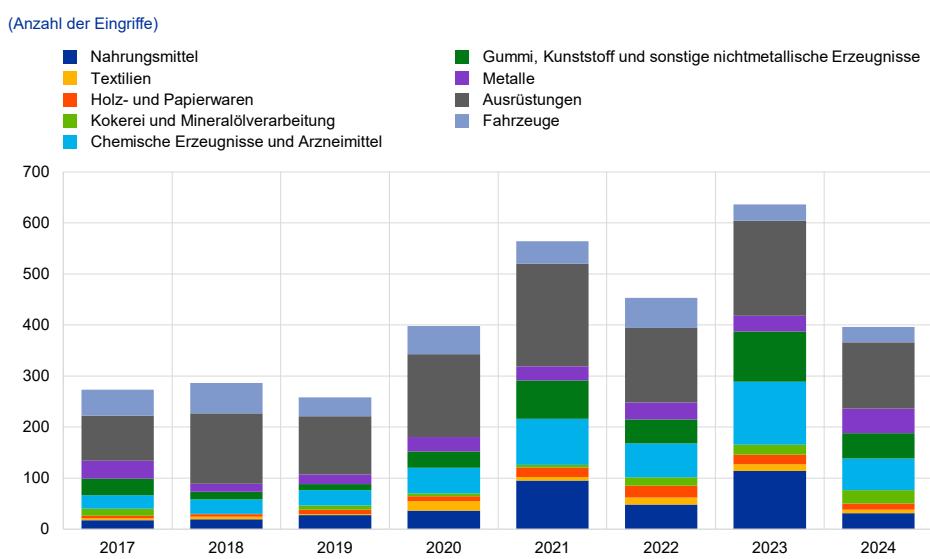
⁶ Siehe European Centre for International Political Economy (2021).

Jahre viele Handelshemmnisse im Binnenmarkt beseitigt hat, sich aber immer wieder neue Ursachen für eine Fragmentierung auftun. Dies führt dazu, dass weiterhin hohe Hürden bestehen. Konkret hat die Kommission die zehn größten Hindernisse – die „schrecklichen Zehn“ – ermittelt, die trotz harmonisierter EU-Vorschriften anhaltend für eine Fragmentierung der grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeit sorgen (Europäische Kommission, 2025a). Dazu zählen diskriminierende Zulassungsverfahren, unverhältnismäßig hohe Anforderungen an die berufliche Qualifikation, ungerechtfertigte räumliche Angebotsbeschränkungen, Beschränkungen grenzüberschreitender Niederlassungen, Hindernisse für die digitale Mobilität und die Datenmobilität sowie Einschränkungen in Bezug auf die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen.

Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass für ein effizienteres Funktionieren des Binnenmarkts nach wie vor Hürden zu überwinden sind. Aus der Datenbank Global Trade Alert (GTA) geht hervor, dass Mitgliedstaaten weiterhin Markteingriffe vornehmen, die zu Handelsverzerrungen führen. Somit ist der EU-Binnenmarkt immer noch durch interne Barrieren geprägt. Diese Maßnahmen könnten wesentliche Kosten verursachen, indem sie den Handel beeinträchtigen und hemmen. Ein erheblicher Teil betrifft Subventionen und exportfördernde Maßnahmen, die häufig zu Wettbewerbsungleichgewichten im Binnenmarkt führen. Zu den am stärksten betroffenen Sektoren im verarbeitenden Gewerbe zählen dabei durchweg die Bereiche Ausrüstungen und Nahrungsmittel (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3

Markteingriffe, die den EU-Binnenhandel hemmen, nach Sektoren



Quellen: GTA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Angezeigt werden Markteingriffe, die als nachteilig eingestuft sind.

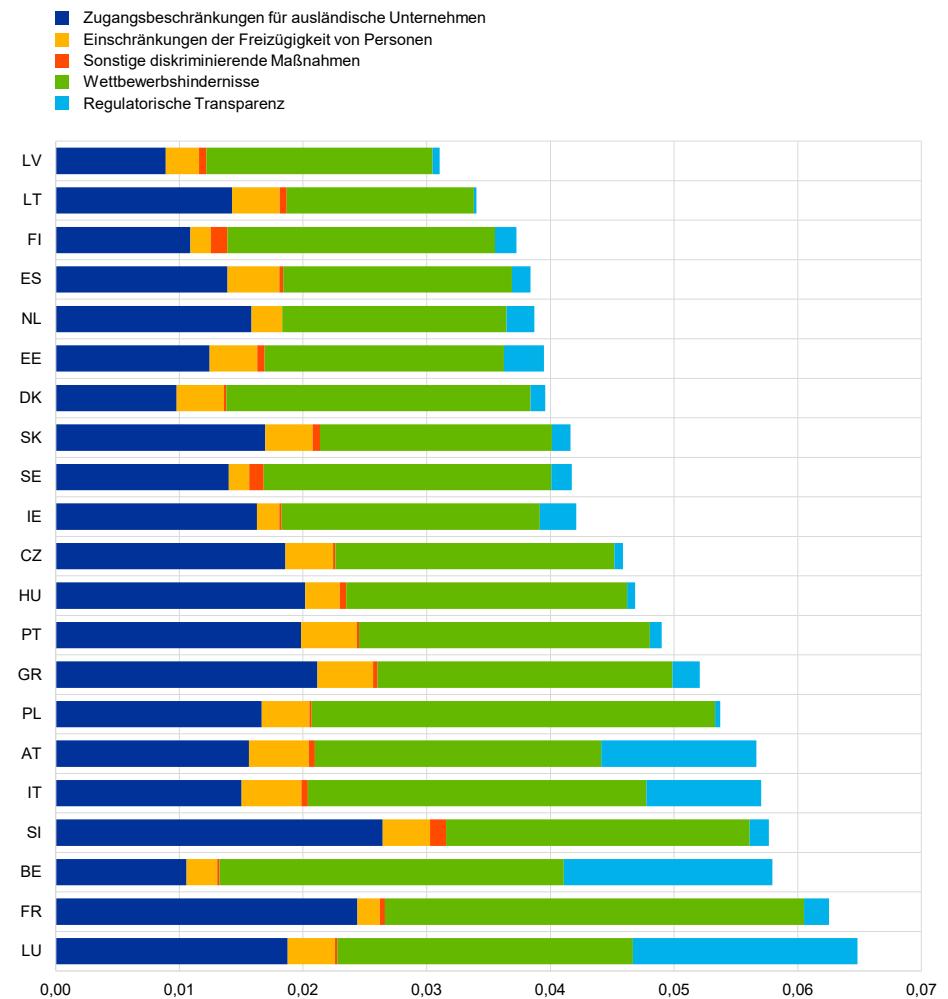
Aus den Daten geht zudem hervor, dass der Großteil der Hemmnisse im EU-Binnenmarkt für Dienstleistungen auf Wettbewerbsbeschränkungen und einen eingeschränkten Marktzugang für ausländische Unternehmen entfällt. Auch für Dienstleistungen liegen nur begrenzt Daten zu den Hindernissen vor, die das Funktionieren des Binnenmarkts beeinträchtigen. Allerdings kann hier der

Services Trade Restrictiveness Index (STRI) der OECD als nützlicher Näherungswert herangezogen werden. So zeigt Abbildung 4 die Verteilung der Hindernisse für die EU-Länder nach Maßnahmenkategorien und veranschaulicht somit die relative Bedeutung der verschiedenen Arten von Hindernissen. Die Daten deuten darauf hin, dass sich der Grad der Handelsbeschränkung im Dienstleistungsbereich je nach EU-Mitgliedstaat und Maßnahmenkategorie merklich unterscheidet. Einige Länder wie Luxemburg und Belgien weisen insgesamt stärkere Beschränkungen auf, die vor allem auf Zugangsbeschränkungen für ausländische Unternehmen und auf Wettbewerbshindernisse zurückzuführen sind, während andere Länder wie Lettland und Litauen ein vergleichsweise offenes regulatorisches Umfeld bieten.⁷

⁷ Der STRI-Index basiert auf dem Meistbegünstigungsprinzip und dokumentiert die Regelungen für Länder, die von keinen Begünstigungen profitieren. Die STRI-Indizes für den EWR zeigen, dass die verbleibenden Handelsbeschränkungen für Dienstleistungen innerhalb des EWR beträchtlich niedriger sind als die Hemmnisse für Drittländer. Demnach hat die Einführung des EU-Binnenmarkts die Handelshemmnisse im Dienstleistungssektor im Vergleich zu den auf Basis des Meistbegünstigungsprinzips beruhenden Regelungen deutlich verringert.

Abbildung 4
Services Trade Restrictiveness Index für 2023

(in Indexpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Jahr 2023. Ein höherer Wert weist auf einen stärker beschränkten Markt hin. Der Index bietet einen strukturierten Ländervergleich der regulatorischen Hindernisse für den Dienstleistungsverkehr aus Sicht des Importeurs. Dabei handelt es sich um einen zusammengesetzten Index mit Scorewerten von 0 (vollständig offene Wirtschaft) bis 1 (vollständig geschlossene Wirtschaft). Der Index fasst regulatorische Hindernisse in fünf spezifischen Maßnahmenkategorien zusammen: Marktzugang ausländischer Unternehmen, Freizügigkeit von Personen, diskriminierende Maßnahmen, Wettbewerb und regulatorische Transparenz.

4 Quantifizierung des noch ungenutzten wirtschaftlichen Potenzials des EU-Binnenmarkts

Um die wirtschaftlichen Auswirkungen von Handelshemmrisen zu beurteilen und entsprechende Gegenmaßnahmen zu erarbeiten, ist es unerlässlich, das Ausmaß dieser Handelshemmisse zu quantifizieren. Ihr Umfang lässt sich jedoch nur schwer bemessen. Denn wie in Abschnitt 2 erörtert unterscheiden sich die Handelshemmisse in den einzelnen Mitgliedstaaten und Sektoren und ändern sich, wenn Rechtsvorschriften und nationale Praktiken angepasst werden. Es gibt nur wenige umfassende und vergleichbare Indikatoren, da viele Hemmisse nur schwer direkt zu beobachten oder systematisch zu quantifizieren sind. Beispiele

hierfür sind das Gold-Plating, komplexe Zulassungsverfahren und Unterschiede bei der Durchsetzung.

Angesichts der mangelnden Daten zu Handelshemmnissen wird in der Literatur ein indirekter, modellbasierter Ansatz verwendet, um deren Ausmaß zu ermitteln. Die wenigen vorhandenen Analysen basieren auf der Schätzung von Gravitationsmodellen, wie sie üblicherweise zur Analyse des internationalen Handels verwendet werden.⁸ Diese Gravitationsmodelle berücksichtigen die Bestimmungsfaktoren der Handelsströme zwischen zwei Ländern wie die wirtschaftliche Größe, die Entfernung, ggf. eine gemeinsame Sprache und gemeinsame Grenzen. Dadurch lassen sich sonstige Mehrkosten quantifizieren, die sich aus dem grenzüberschreitenden Handel zwischen EU-Mitgliedstaaten im Vergleich zum Binnenhandel eines Landes ergeben. Dazu zählen auch potenzielle beobachtbare und nicht beobachtbare Friktionen, die sich auf den Handel auswirken. Diese Friktionen spiegeln eine Vielzahl von Einflüssen wider, darunter auch handelsbezogene Kosten und Hindernisse, die durch politische Maßnahmen verringert werden können, wie z. B. regulatorische Unterschiede und Wettbewerbsbeschränkungen. Aber auch Faktoren wie kulturelle Unterschiede und nationale Präferenzen spielen hier eine Rolle.

Die geschätzten Handelskosten werden in der Regel im Verhältnis zum Binnenhandel eines Landes und in Form von Wertzolläquivalenten ausgedrückt, d. h. so, als würde es sich um einen prozentualen Zollsatz auf den Wert der gehandelten Produkte handeln. Die Schätzung der Kosten, die beim grenzüberschreitenden Handel im Vergleich zum Binnenhandel eines Landes anfallen, bedeutet in der Praxis, dass erfasst wird, wie viel mehr – oder weniger – Handel über eine internationale Grenze hinweg erfolgt als innerhalb eines Landes. Die Schätzungen werden häufig als Zolläquivalente ausgedrückt, um eine intuitive Vergleichsmessgröße zu haben. Das bedeutet jedoch nicht, dass sie direkt mit den an den Zollgrenzen erhobenen Zöllen vergleichbar sind. Stattdessen gibt das Zolläquivalent einen einfachen numerischen Hinweis auf das Ausmaß der Friktionen, die den Handel über nationale Grenzen hinweg einschränken. Je höher das Zolläquivalent, desto größer sind die impliziten Handelsfraktionen im Vergleich zum Binnenhandel eines Landes.

Die auf diesen Methoden basierenden Studien ergeben eine sehr große Bandbreite an Schätzungen, deuten aber insgesamt darauf hin, dass die Integrationskosten nach wie vor beträchtlich sind. Aktuelle Studien zeigen anhand eines Gravitationsmodells, dass zwar die Handelskosten innerhalb der EU im Zeitverlauf gesunken sind, aber vor allem bei den Dienstleistungen nach wie vor erhebliche Hindernisse bestehen. Die Handelskosten variieren überdies stark. So beliefen sich die geschätzten Zolläquivalente für den Warenhandel 2017 auf 13 % für die EU15 und auf 8 % für die EU28 (Head und Mayer, 2021). Für das Jahr 2020

⁸ Das Gravitationsmodell ist ein in der internationalen Ökonomie weit verbreiteter Ansatz, um Handelsströme zwischen zwei Regionen oder Ländern zu erklären. Es basiert auf der Analogie zum Newtonschen Gravitationsgesetz: Der Handel zwischen zwei Ländern nimmt mit deren wirtschaftlicher „Masse“ (in der Regel gemessen am BIP) zu und verringert sich mit der „Entfernung“ zwischen den Ländern. Die Entfernung dient dabei als Näherungsgröße für Handelskosten wie Transportkosten, kulturelle Unterschiede oder regulatorische Hemmnisse.

lagen die Schätzungen bei 44 % für die EU27 (IWF, 2025) und bei 60 % für den Euroraum (Airaudo et al., 2025). Head und Mayer (2025) zufolge spiegelt diese Streuung Unterschiede in den Schätzstrategien, Datenquellen, Kontrollvariablen, Schätzentscheidungen und Betrachtungszeiträumen wider. Bei den Dienstleistungen sind die Handelskosten immer noch deutlich höher. Laut den Schätzungen von Adilbish et al. (2025) beträgt das Zolläquivalent für den Dienstleistungsverkehr 110 %, was das große Ausmaß der Hemmnisse für eine vollständige Integration verdeutlicht.⁹ Fontagné und Yotov (2025) kommen zu dem Ergebnis, dass bisher nur die Hälfte der potenziellen Vorteile einer EU-Mitgliedschaft ausgeschöpft worden ist.¹⁰

Die in diesem Abschnitt vorgestellte Analyse basiert auf einem Gravitationsmodell mit ähnlicher Spezifikation. Dabei wird die von Head und Mayer (2021) vorgeschlagene Methodik zugrunde gelegt, um zwei wichtige Fragen zu beantworten: a) Wie hat sich die Integration des EU-Binnenmarkts in den vergangenen 20 Jahren entwickelt? und b) Inwieweit ist der Binnenmarkt noch unvollendet? Die Entwicklung der Handelskosten innerhalb des Binnenmarkts wird mithilfe des Gravitationsmodells im Zeitverlauf – getrennt nach Waren und Dienstleistungen – geschätzt, und die Hemmnisse werden als Zolläquivalente ausgedrückt.¹¹ Darüber hinaus liefert die Analyse eine Schätzung zu den Handelshemmrisiken in den einzelnen Sektoren.¹²

Die Schätzungen liefern eine Obergrenze für das Niveau der Handelskosten innerhalb des EU-Binnenmarkts. Die große Bandbreite der Schätzungen verdeutlicht, wie komplex es ist, die Handelskosten zu messen. Eine zentrale Herausforderung besteht darin, Frictionen, die sich durch politische Maßnahmen (z. B. durch regulatorische Anpassungen) beseitigen ließen, von anderen strukturellen oder verhaltensbedingten Kosten zu unterscheiden, die die

⁹ Die Schätzungen von Head und Mayer (2021) sind deutlich niedriger als jene anderer Studien. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die beiden Autoren einen Querschnittsschätzansatz verwenden, der auf Handelsströmen innerhalb der EU und abgeleiteten nationalen Handelsströmen basiert. Bei den EU- und US-Daten wenden sie eine einheitliche Methodik an, wodurch ihr Ansatz eine Vergleichbarkeit zwischen den Vereinigten Staaten und der EU gewährleistet.

¹⁰ Um die potenziellen Vorteile einer weiteren Integration innerhalb des EU-Binnenmarkts zu quantifizieren, vergleichen Fontagné und Yotov (2025) für jedes Länder-Branchen-Paar die bisher erzielten Gewinne mit der größten bisher im EU-Binnenmarkt beobachteten Verringerung bilateraler Handelskosten.

¹¹ Der vorliegende Aufsatz enthält Schätzungen sowohl zur Veränderung als auch zum allgemeinen Niveau der Handelskosten. In allen Modellen kommt der Poisson-Pseudo-Maximum-Likelihood-Schätzer (PPML) zur Anwendung. Die Daten zu den Waren stammen aus Version 2025 der TIVA-Datenbank der OECD, die den Zeitraum von 1995 bis 2022 abdeckt. Die Daten zu den Dienstleistungen stammen aus dem OECD-Datensatz BATIS, der sich auf den Zeitraum von 2005 bis 2023 bezieht. In Anlehnung an Head und Mayer (2021) wird die Veränderung der Handelskosten anhand eines jährlichen Länderpaar-Panels geschätzt, das inländische Ströme umfasst. Die Spezifikation umfasst fixe Exporteur-Zeit- und Importeur-Zeit-Effekte sowie fixe Länderpaar-Effekte. Die Grenzen variieren im Zeitverlauf und werden in drei Kategorien unterteilt: Grenzen zwischen EU-Ländern, Grenzen zwischen EU-Ländern und der übrigen Welt sowie Grenzen zwischen Ländern der übrigen Welt. Folglich wird die geschätzte Veränderung der Handelskosten im Verhältnis zu den Kosten der Handelsströme zwischen Ländern der übrigen Welt im ersten Jahr des Betrachtungszeitraums interpretiert. Zur Schätzung des Niveaus der Handelskosten wird ein jährliches Panel auf Länderpaar-Sektor-Ebene herangezogen, das ebenfalls inländische Ströme umfasst. In dieser Spezifikation werden fixe Exporteur-Zeit- und Importeur-Zeit-Effekte beibehalten, jedoch werden die fixen Länderpaar-Effekte durch die Standardvariablen des Gravitationsmodells (z. B. Entfernung, gemeinsame Sprache, gemeinsame Grenze, gemeinsame Religion und koloniale Verflechtungen) ersetzt.

¹² Die EU wird bei allen Schätzungen in ihrer jeweiligen Zusammensetzung betrachtet. Die Ergebnisse fallen jedoch weitgehend ähnlich aus, wenn das Modell stattdessen mit der EU in einer konstanten Zusammensetzung geschätzt wird.

Handelsströme ebenfalls beeinflussen. Innerhalb des Gravitationsrahmens werden die Handelskosten nach Berücksichtigung der Standarddeterminanten als Sammelmessgröße geschätzt. Diese Schätzungen erfassen jedoch auch nicht politisch bedingte Faktoren, die den Handel beeinträchtigen. Dazu zählen etwa unterschiedliche Präferenzen, der sogenannte Home Bias, die begrenzte Substituierbarkeit von Produkten oder die Tatsache, dass einige Waren und Dienstleistungen naturgemäß nur eingeschränkt handelbar sind. Aus diesem Grund überzeichnen gravitationsbasierte Schätzungen das wahre Ausmaß der politisch bedingten Handelshemmnisse – und damit auch das Maß, in dem Hindernisse am Binnenmarkt durch politische Reformen abgebaut werden können.¹³ Daher sollten die Schätzungen möglichst als Obergrenze der Kosten angesehen werden, die speziell mit Handelshemmnissen verbunden sind.

Da sich nicht mit Sicherheit sagen lässt, inwieweit Handelsbarrieren durch politische Maßnahmen abgebaut werden können, wird im vorliegenden Aufsatz auch ein vergleichender Ansatz verfolgt. Dabei werden die Kosten für den EU-Binnenhandel im Vergleich zu einem „frikitionsarmen“ Referenzland bewertet. Es gibt mehrere einschlägige Studien, in denen die geschätzte Größenordnung der Handelskosten isoliert untersucht wurde. Wie bereits erwähnt birgt dies jedoch das Risiko, dass überschätzt wird, inwieweit sich mit politischen Maßnahmen die Kosten senken lassen. Im Gegensatz dazu vergleicht die vorliegende Analyse die geschätzten Handelshemmnisse mit denen eines Referenzlandes. Als Referenzland dient hierbei ein Land der EU, dessen geschätzte Handelskosten niedrig sind und das ein hohes Maß an Handelsintegration aufweist. Dieses kontrafaktische Szenario ist insofern realistischer, als es das Potenzial für eine Vertiefung der EU-Integration für den Fall aufzeigen kann, dass alle Mitgliedstaaten die Barrieren auf das Niveau des Referenzlandes senken.¹⁴ Durch die Verwendung eines Referenzlandes lassen sich gewisse Einschränkungen abmildern, die das oben beschriebene Verfahren zur Schätzung des Ausmaßes von Hemmnissen mit sich bringt.¹⁵ Für politische Zwecke könnte es sogar zielführender sein, sich auf die Integration zu konzentrieren, die im gewählten Referenzland bereits erreicht wurde, statt auf die absolute Höhe der EU-internen Handelsbarrieren. Letztere spiegeln nämlich zum Teil strukturelle Faktoren wider, auf die die Politik keinen Einfluss hat.

¹³ Head und Mayer (2025) ziehen Social-Network-Daten aus Facebook heran, um die Auswirkungen sozialer Beziehungen auf den EU-Binnenhandel zu analysieren. Ihre Ergebnisse zeigen, dass sich die geschätzten Grenzeffekte unter Berücksichtigung der sozialen Vernetzung deutlich reduzieren.

¹⁴ Das Niveau der Handelskosten im gewählten Referenzland wird anhand einer ähnlichen Spezifikation wie in Fußnote 9 geschätzt. Ergänzend kommen Grenz-Dummy-Variablen zum Einsatz, die die Grenze zwischen dem Referenzland und der übrigen EU abstecken. Der empirische Ansatz folgt Larch et al. (2023).

¹⁵ Die Verwendung eines Referenzlandes trägt dazu bei, diesbezügliche Bedenken abzuschwächen, da das Referenzland mit den gleichen regulatorischen Anforderungen, Marktstrukturen und Produktmerkmalen konfrontiert ist wie andere EU-Mitgliedstaaten. Soweit diese zugrunde liegenden Faktoren vergleichbar sind, dürften die Unterschiede, die bei den geschätzten Handelskosten zwischen dem Referenzland und den anderen Ländern bestehen, eher auf politisch beeinflussbare Frictionen zurückzuführen sein als auf strukturelle oder nicht politisch bedingte Faktoren. Dadurch wird das Risiko gemindert, den Handlungsspielraum zu überschätzen, den die Politik beim Abbau von Handelshemmnissen hat.

5 Messung von Handelshemmnissen an den Warenmärkten

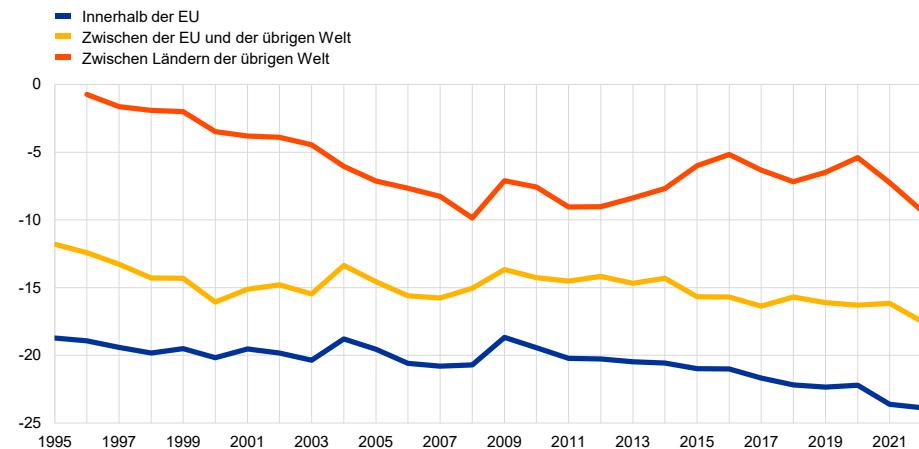
Die Integration der EU-Warenmärkte ist in den letzten Jahrzehnten stetig fortgeschritten.

Grafik a zeigt die Entwicklung der geschätzten Kosten des Handels innerhalb der EU, zwischen der EU und der übrigen Welt sowie zwischen Ländern der übrigen Welt im Zeitverlauf, jeweils ausgedrückt als Wertzolläquivalente. Im Jahr 1995 waren die Kosten des EU-Binnenhandels bereits fast 19 % niedriger als die Kosten des Handels zwischen Ländern der übrigen Welt – ein Beleg dafür, dass die Binnenmarktintegration bereits früh Vorteile mit sich brachte (siehe Abbildung 5, Grafik a). Im Jahr 2022 war diese Differenz zwar nicht mehr ganz so groß, doch hatten sich die Kosten des Handels innerhalb der EU in absoluter Rechnung um weitere 7 Prozentpunkte verringert. Am stärksten sanken die Kosten beim Handel mit Energie, landwirtschaftlichen Produkten und Nahrungsmitteln. Diese Branchen haben von den stetigen politischen Reformen und Harmonisierungsbemühungen am EU-Binnenmarkt profitiert. So haben beispielsweise die Liberalisierung des Energiemarkts (einschließlich Strom und Gas) sowie die Reformen der gemeinsamen Agrarpolitik dazu beigetragen, die Handelskosten für diese Sektoren zu senken.

Abbildung 5
Geschätzte Handelskosten am EU-Binnenmarkt für Waren

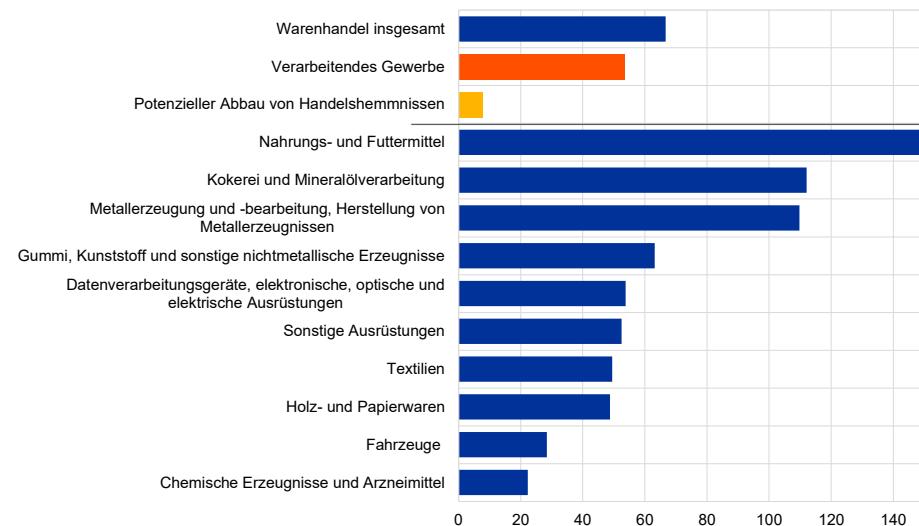
a) Veränderung der Handelskosten

(in Prozentpunkten)



b) Geschätztes Niveau der Kosten des EU-Binnenhandels im Jahr 2022 nach Sektoren

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: OECD, TIVA-Datenbank von 2025 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Abbildung basiert auf einer Gravitationsschätzung (siehe Fußnote 11) und zeigt die Veränderung der Hemmnisse für den EU-Binnenhandel (blaue Kurve), für den Handel zwischen EU-Ländern und der übrigen Welt (gelbe Kurve) sowie für den Handel zwischen Ländern der übrigen Welt (rote Kurve). Jeder Punkt auf einer Kurve stellt eine Veränderung der Handelshemmnisse gegenüber den Hemmnissen im Handel zwischen Ländern der übrigen Welt von 1995 dar. Grafik b: Die Abbildung basiert auf einer Gravitationsschätzung (siehe Fußnote 11) und zeigt das Niveau der Handelshemmnisse (ausgedrückt als Wertzolläquivalent), die innerhalb der EU in verschiedenen Teilsektoren bestehen. Betrachtet werden der Warenhandel insgesamt sowie eine Regression, in der nur die Teilesektoren des verarbeitenden Gewerbes enthalten sind. Die Regressionskoeffizienten werden mithilfe sektorspezifischer Elastizitäten von Fontagné et al. (2022) in Wertzolläquivalente umgerechnet. Der gelbe Balken veranschaulicht den potenziellen Abbau von Hemmnissen als Differenz der geschätzten Handelskosten am EU-Binnenmarkt zwischen dem Rest der EU und den Niederlanden (also dem Land mit der stärksten Integration innerhalb der EU). Die Differenz wird nach dem Ansatz von Yotov und Larch (2023) ermittelt.

Dennoch deuten die empirischen Schätzungen darauf hin, dass die Kosten für den Handel zwischen den EU-Ländern nach wie vor hoch sind. Die Regressionsergebnisse zeigen, dass die Frictionen im Warenhandel innerhalb der EU – also die Kosten dafür, mit anderen EU-Ländern statt im Inland zu handeln – im Jahr 2022 weiterhin signifikant waren. Im Warenhandel insgesamt beliefen sie sich auf 67 % und bei alleiniger Betrachtung des verarbeitenden Gewerbes auf 54 %

(siehe Abbildung 5, Grafik b).¹⁶ Innerhalb des verarbeitenden Gewerbes sind die Handelskosten am EU-Binnenmarkt für Nahrungs- und Futtermittel mit einem Wertzolläquivalent von 150 % am höchsten. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass der EU-Binnenhandel mit solchen Produkten komplex ist und die gemeinsame Agrarpolitik an ihre Grenzen stößt. Dagegen sind die Kosten des Handels mit chemischen Erzeugnissen und Arzneimitteln innerhalb der EU niedriger, was die erheblichen Anstrengungen zur Harmonisierung und gegenseitigen Anerkennung in diesen Sektoren widerspiegeln dürfte.

Vergleiche mit dem friktionsarmen Referenzland – den Niederlanden – legen den Schluss nahe, dass durchaus Spielraum für eine stärkere Integration des Warenhandels besteht. Wie bereits erwähnt kann es sein, dass isolierte Schätzungen der Handelskosten das Potenzial politischer Reformen beim Abbau von Handelshemmnissen am EU-Binnenmarkt überschätzen. Folglich dürfte der Vergleich mit einem Referenzland, das bereits ein hohes Maß an Integration erreicht hat, aufschlussreicher sein. Die Niederlande sind der Mitgliedstaat mit den niedrigsten geschätzten Kosten für den Warenhandel mit anderen EU-Ländern. Um das Potenzial für den Abbau von Handelshemmnissen zu quantifizieren, werden in der Gravitationsregressionsanalyse die Kosten, die den Niederlanden beim Handel mit anderen EU-Mitgliedstaaten entstehen, mit den Kosten verglichen, die anderen Mitgliedsländern bei entsprechenden Handelsgeschäften entstehen. So wird die Lücke zwischen der Handelsintegration des Referenzlands und dem durchschnittlichen Grad der Handelsintegration in den einzelnen EU-Staaten berechnet. Die Regressionsanalyse ergibt, dass die Friktionen im EU-Binnenhandel mit Waren im Durchschnitt um rund 8 Prozentpunkte gesenkt werden könnten, wenn die anderen Länder ein ähnliches Integrationsniveau erreichen würden wie das Referenzland (siehe Abbildung 5, Grafik b). Dies lässt den Schluss zu, dass die Handelsintegration wesentlich steigen könnte, wenn sich die Länder dem Niveau des Referenzland annähern würden. Ein aggregierter Abbau der Handelshemmnisse um 8 Prozentpunkte entspräche weitgehend der Vertiefung der Integration, die in den vergangenen zwei Jahrzehnten erreicht wurde (siehe Abbildung 5, Grafik a).

6 Messung von Handelshemmnissen an den Dienstleistungsmärkten

Die Integration der Dienstleistungsmärkte in der EU ist in den vergangenen Jahrzehnten ebenfalls sukzessive vorangeschritten. Im Jahr 2005 waren die Kosten für den Dienstleistungshandel innerhalb der EU etwas höher als beim Handel zwischen Ländern der übrigen Welt. Bis 2023 sind diese Kosten schätzungsweise

¹⁶ Bei der Schätzung von Wertzolläquivalenten spielt die Wahl der Substitutionselastizität im Handel eine wichtige Rolle. Wir verwenden die gleichen Elastizitäten wie Fontagné et al. (2022) und aggregieren sie dann anhand der Wertschöpfungsanteile. Head und Mayer (2021) verwendeten eine Elastizität von 5. Diese Elastizität würde unsere Schätzung der zolläquivalenten Handelskosten auf 78 % erhöhen. In früheren Untersuchungen schätzte der IWF (2024) die Hemmnisse im Binnenhandel der EU für das verarbeitende Gewerbe auf 44 %. Diese Untersuchungen stützen sich ebenfalls auf die Elastizitäten aus Fontagné et al. (2022), doch der IWF zog Zolldaten für Handelsströme sowie Input-Output-Tabellen für landesinterne Ströme für die Jahre 1995 bis 2020 heran. Das aggregierte Ergebnis entspricht dem produktionsgewichteten Durchschnitt des geschätzten Niveaus der Handelshemmnisse auf Branchenebene.

um etwa 7 Prozentpunkte gesunken (siehe Abbildung 6, Grafik a). Die raschesten Integrationsfortschritte wurden bei den Finanzdienstleistungen und im Sektor Information und Kommunikation verzeichnet, wo die Friktionen von 2005 bis 2023 um 10 bzw. 9 Prozentpunkte zurückgingen. Im Gegensatz dazu kam die Integration in den Sektoren Groß- und Einzelhandel, freiberufliche Dienstleistungen, Verkehr und baunahe Dienstleistungen nur langsamer voran.

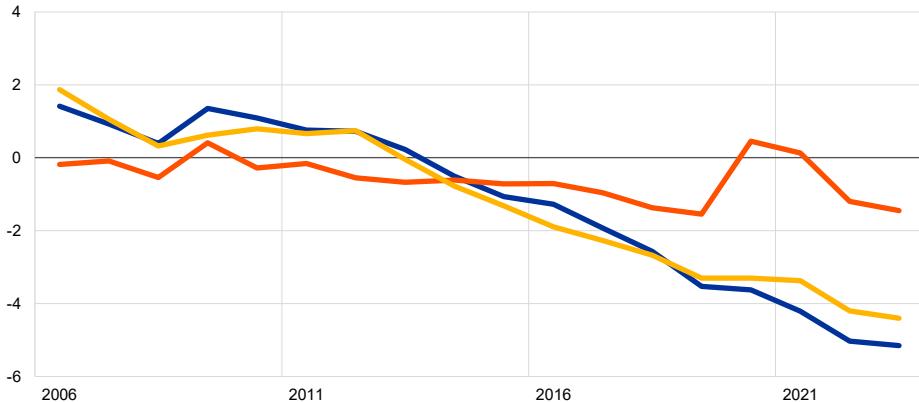
Abbildung 6

Geschätzte Handelskosten am EU-Binnenmarkt für Dienstleistungen

a) Veränderung bei den Hemmnissen – Zolläquivalent

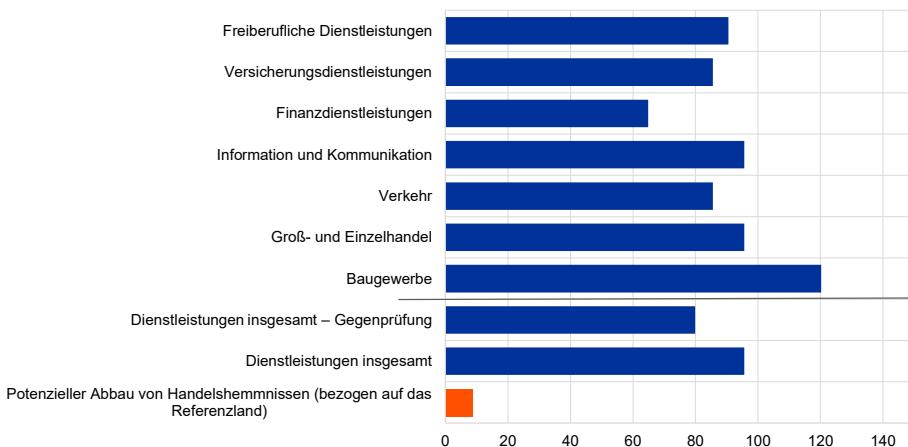
(in Prozentpunkten)

- Innerhalb der EU
- Zwischen der EU und der übrigen Welt
- Zwischen Ländern der übrigen Welt



b) Geschätztes Niveau der Kosten des EU-Binnenhandels nach Sektoren – Zolläquivalent im Jahr 2023

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Abbildung basiert auf einer Gravitationsschätzung (siehe Fußnote 11) und zeigt die Veränderung der Kosten des EU-Binnenhandels (blaue Kurve), des Handels zwischen EU-Ländern und der übrigen Welt (rote Kurve) und des Handels zwischen Ländern der übrigen Welt (gelbe Kurve). Die Koeffizienten werden mithilfe einer Elastizität von 7,8 in Wertzolläquivalente umgerechnet (gemäß Freeman et al., 2025).¹⁷ Jeder Punkt ergibt sich aus der Differenz gegenüber dem Grenzkoefizienten für den Handel zwischen Ländern der übrigen Welt im Jahr 2004. Grafik b: Die Abbildung basiert ebenfalls auf einer Gravitationsschätzung (siehe Fußnote 11) und zeigt den auf die Höhe bezogenen Koeffizienten einer Dummy-Variablen für den EU-Binnenhandel für die einzelnen Teilssektoren und den Dienstleistungssektor insgesamt. Die Koeffizienten werden ebenfalls in Wertzolläquivalente umgerechnet. Der rote Balken zeigt die geschätzte Differenz zwischen den geschätzten Hemmnissen im EU-Binnenhandel und den Hemmnissen im Referenzland. Die Differenz wird nach dem Ansatz von Yotov und Larch (2023) ermittelt.

Trotz dieser Fortschritte wird der grenzüberschreitende Handel mit Dienstleistungen immer noch durch erhebliche Frictionen behindert.

Abbildung 6, Grafik b enthält Schätzungen zum Niveau der Handelskosten im

¹⁷ In früheren Studien, darunter jener des IWF (2024), wird für Waren und Dienstleistungen eine ähnliche Substitutionselastizität verwendet. Da sich die Handelbarkeit von Dienstleistungen und jene von Waren stark unterscheiden, wird im vorliegenden Aufsatz eine dienstleistungsspezifische Elastizität gemäß der Schätzung von Freeman et al. (2025) zugrunde gelegt. Unter Verwendung einer ähnlichen Substitutionselastizität wie in der IWF-Studie läge das Niveau der Handelshemmnisse (ausgedrückt als Zolläquivalent) bei rund 115 %.

Jahr 2023, ausgedrückt als Wertzolläquivalente. Trotz der sukzessiven Liberalisierung der Märkte in den letzten Jahrzehnten bestehen nach wie vor erhebliche Hindernisse. Dies ist vor allem im Baugewerbe der Fall, wo sich die Handelskosten Schätzungen zufolge auf ein Wertzolläquivalent von mehr als 120 % belaufen. Die Kosten für den EU-Binnenhandel liegen im Vergleich zum Binnenhandel eines Landes im Durchschnitt bei einem Wertzolläquivalent von rund 95 %. Dies bedeutet, dass der Dienstleistungshandel zwischen EU-Ländern fast doppelt so teuer ist wie der Handel innerhalb nationaler Grenzen.¹⁸

Aus der Analyse geht überdies hervor, dass das Potenzial für weitere Integrationsfortschritte noch nicht ausgeschöpft ist (siehe Abbildung 6, Grafik b). Wie im Fall von Waren überzeichnen die im vorangegangenen Absatz vorgestellten Schätzungen bei isolierter Betrachtung auch das Ausmaß, in dem sich Hemmnisse innerhalb des EU-Binnenmarktes durch politische Reformen verringern lassen. Die vergleichende Analyse ermöglicht eine realistischere Beurteilung des bislang ungenutzten Potenzials des EU-Binnenmarkts. Auch hier legen die empirischen Schätzungen nahe, die Niederlande als Referenzland für die Beurteilung der Frage heranzuziehen, inwieweit eine tiefergreifende EU-weite Integration der Dienstleistungsmärkte möglich ist. Dies steht weitgehend im Einklang mit den Hinweisen, die aus dem Services Trade Restrictiveness Index der OECD hervorgehen. Der Index deutet darauf hin, dass das Niveau regulatorischer Beschränkungen in den Niederlanden relativ niedrig ist (siehe Abbildung 4). Die für das Referenzland geschätzten Handelskosten liegen weiterhin deutlich unter dem EU-Durchschnitt. Anhand der Schätzungen lässt sich schlussfolgern, dass die Handelskosten um rund 9 Prozentpunkte sinken würden, wenn die anderen Länder ein ähnlich hohes Integrationsniveau erzielen. Wie beim Warenmarkt legen die Schätzungen nahe, dass durchaus Spielraum für recht umfangreiche Integrationsfortschritte vorhanden ist, sofern es den Ländern gelingt, das Niveau des Referenzlandes zu erreichen: Eine Senkung der Handelskosten um 9 Prozentpunkte entspräche in etwa dem Umfang des Integrationsfortschritts, der in den vergangenen zwei Jahrzehnten erzielt wurde.

7 Wie wirkt sich die Beseitigung von Hindernissen am EU-Binnenmarkt auf die Wirtschaft aus?

Um die potenziellen wirtschaftlichen Vorteile zu bewerten, die sich aus dem Abbau von Hindernissen am EU-Binnenmarkt ergeben, wurden modellbasierte kontrafaktische Simulationen durchgeführt. Diese basieren auf einem berechenbaren allgemeinen Gleichgewichtsmodell für den Handel (Antràs und Chor, 2018), das erfasst, wie sich Änderungen der Handelskosten auf die Wirtschaft auswirken. Das Modell berücksichtigt mehrere ökonomische Kanäle, über die ein Abbau von Hemmnissen den Handel und die Wohlfahrt beeinflussen. Wird der grenzüberschreitende Handel innerhalb Europas einfacher und billiger, so ersetzen sowohl Unternehmen als auch Verbraucherinnen und Verbraucher im Inland

¹⁸ Den Schätzungen der Studie des IWF (2024) zufolge liegt das Zolläquivalent für Dienstleistungen bei rund 110 %. Der Unterschied lässt sich in erster Linie dadurch erklären, dass im vorliegenden Aufsatz für den Handel eine höhere Substitutionselastizität zugrunde gelegt wird.

produzierte teurere Waren und Dienstleistungen durch günstigere Importe aus anderen EU-Ländern (Substitutionseffekt). Darüber hinaus führen geringere Hemmnisse zu niedrigeren Preisen für Vorleistungsgüter und Endprodukte, wodurch die Produktionskosten der Unternehmen sinken und die reale Kaufkraft der Verbraucherinnen und Verbraucher steigt. Zusammengenommen erhöhen diese Mechanismen die Gesamteffizienz, fördern den Wettbewerb und vergrößern die Marktchancen aller Mitgliedstaaten.

Ein Abbau der Handelshemmnisse am EU-Binnenmarkt, die in den vergleichenden Analysen der vorangegangenen Abschnitte ermittelt wurden, könnte insbesondere im Dienstleistungssektor zu erheblichen langfristigen Wohlfahrtsgewinnen führen. Abbildung 7 zeigt die potenziellen Zuwächse an den Waren- und Dienstleistungsmärkten, die sich ergeben würden, wenn die Lücke zum Referenzland geschlossen würde. Konkret wurden im Rahmen einer kontrafaktischen Analyse die Zuwächse quantifiziert, die sich in Form eines Anstiegs des Handels und der Wohlfahrt aus dem Abbau von Handelshemmnissen ergäben. Diese wurden in der vergleichenden Analyse auf 8 Prozentpunkte beim Warenhandel und 9 Prozentpunkte beim Handel mit Dienstleistungen innerhalb der EU beziffert. Eine Reduzierung der Hindernisse im Warenhandel würde zu einem Anstieg des EU-Binnenhandels um 4,4 % und zu geschätzten Wohlfahrtsgewinnen von 1,3 % führen. Bei den Dienstleistungen würden niedrigere Hürden den Handel und die Wohlfahrt sogar noch deutlicher steigern (um 14,5 % bzw. 1,8 %). Die stärkeren Zuwächse bei den Dienstleistungen spiegeln wider, dass hier aufgrund der höheren anfänglichen Handelshemmnisse ein erhebliches weiteres Integrationspotenzial besteht. Zudem kommt darin auch die Bedeutung von Dienstleistungen für die Gesamtwirtschaft zum Ausdruck. Diese machen nämlich einen größeren Anteil an den inländischen Ausgaben aus und weisen nachgelagerte Verflechtungen auf. Eine vergleichbare Senkung der Kosten führt daher effektiv zu einer stärkeren Integration und zu umfassenderen Verbesserungen mit Blick auf das allgemeine Gleichgewicht.

Ein moderater Abbau der Hemmnisse am EU-Binnenmarkt könnte die Handelseinbußen kompensieren, die sich aus den höheren US-Zöllen ergeben dürften. Im aktuellen geopolitischen Umfeld ist es besonders wichtig, die Integration innerhalb der EU zu verbessern. Damit ließen sich die negativen Folgen von Spannungen im Außenhandel abmildern, wie sie etwa durch die aktuellen US-Zölle verursacht wurden.¹⁹ Laut den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen dürften höhere Zölle und die gestiegene Unsicherheit das BIP in der Zeit von 2025 bis 2027 um insgesamt rund 0,7 Prozentpunkte senken.²⁰ Aus der hier durchgeführten Simulation geht hervor, dass die projizierten Auswirkungen höherer US-Zölle auf das BIP langfristig vollständig kompensiert werden könnten, wenn die Hemmnisse für den Waren- und Dienstleistungsverkehr innerhalb des Binnenmarkts um lediglich 2 % verringert würden. Der EU-Binnenhandel würde dadurch um rund 3 % zunehmen. Natürlich würde dies den Verlust im Handel mit den Vereinigten

¹⁹ Siehe Lagarde (2025).

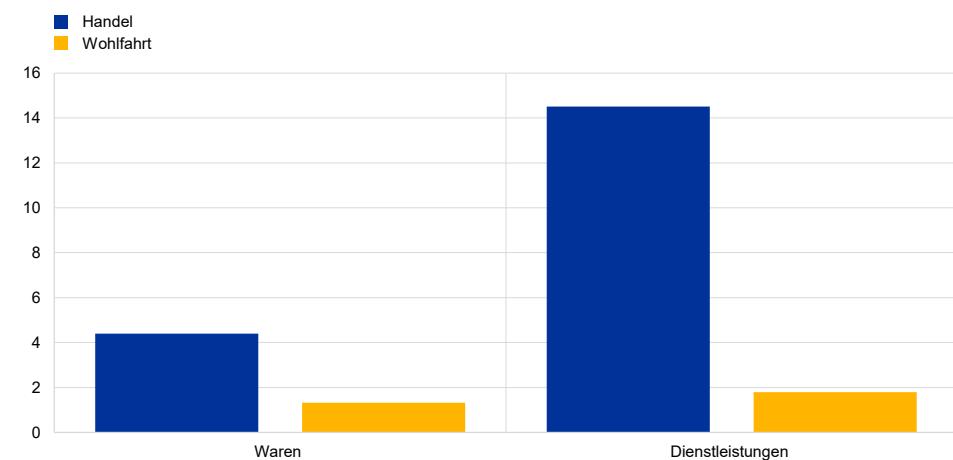
²⁰ Einzelheiten zu den geschätzten Verlusten, die sich aus den US-Zöllen für den Euroraum ergeben, finden sich in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2025.

Staaten nicht sofort kompensieren, da strukturelle Anpassungen innerhalb des Binnenmarkts erst nach einiger Zeit zum Tragen kämen. Dafür wären dauerhafte Anstrengungen auf regulatorischer und administrativer Ebene sowie bei der Durchsetzung vonnöten. Dennoch machen die Schätzungen deutlich, welches Potenzial der EU-Binnenmarkt durch seine enorme Größe birgt. Der Handel innerhalb der EU macht mehr als die Hälfte aller Exporte des Euroraums in andere Euro-Länder und Drittländer aus. Selbst ein geringfügiger Anstieg des Handels mit anderen EU-Ländern könnte Störungen im Außenhandel deutlich abmildern. Dies verdeutlicht das wirtschaftliche Potenzial des Binnenmarkts.

Abbildung 7

Wohlfahrtseffekte durch den Abbau von Handelshemmnissen am EU-Binnenmarkt

(prozentuale Veränderung infolge sinkender Handelskosten)



Quellen: OECD (TiVA-Datenbank von 2025), Anträs und Chor (2018) sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der aggregierte Wohlfahrtseffekt für die EU wird als gewichteter Durchschnitt der Wertschöpfung ermittelt, die sich aus den Effekten für die Mitgliedstaaten ergibt.

8 Schlussbemerkungen

Der Binnenmarkt ist für die Europäische Union und ihre Mitgliedstaaten von zentraler Bedeutung, denn er trägt sowohl innerhalb der EU als auch durch die Beziehungen der EU zur übrigen Welt zu Wohlstand bei. Angesichts der aktuell erhöhten Unsicherheit weltweit ist die Vollendung des Binnenmarkts entscheidender denn je. Mit ihr kann die EU ihre wichtigsten Ziele voranbringen – die Verbesserung des Lebensstandards, die Stärkung der Resilienz und der Wettbewerbsfähigkeit, den Ausbau der Verteidigungsfähigkeit und die Gewährleistung wirtschaftlicher Sicherheit.

Der vorliegende Aufsatz soll das ungenutzte Potenzial des EU-Binnenmarkts aufzeigen. In Anlehnung an frühere Analysen wird hierfür die Entwicklung der Handelskosten innerhalb des Binnenmarkts anhand eines Gravitationsmodells geschätzt. Die Friktionen werden dabei als Zolläquivalente ausgedrückt. Diese Messgröße gibt an, inwieweit die Kosten im Handel mit anderen EU-Ländern die Handelskosten innerhalb des eigenen Landes übersteigen. Die empirischen Schätzungen deuten darauf hin, dass im EU-Binnenhandel weiterhin verstärkt

Friktionen bestehen. Sie gehen von einem Zolläquivalent von 67 % bei Waren und 95 % bei Dienstleistungen aus. Wie bereits dargelegt spiegelt sich in diesen Zahlen jedoch eine große Bandbreite an Faktoren wider. Dazu gehören etwa Kosten, die durch politische Maßnahmen (z. B. regulatorische oder administrative Änderungen) angegangen werden könnten, aber auch Faktoren, deren Beseitigung durch die Politik unter Umständen nicht möglich oder sogar unerwünscht ist, wie beispielsweise Präferenzen, der Home Bias und eine eingeschränkte Handelbarkeit. Die Schätzungen dürften daher das tatsächliche Ausmaß der politisch bedingten Hindernisse überzeichnen. Wie bei vergleichbaren Studien in der Fachliteratur sollten sie am besten als Obergrenze der Friktionen interpretiert werden, die sich durch politische Maßnahmen verringern lassen.

Die Ergebnisse der Analyse unterstreichen, dass die Mitgliedstaaten von einer stärkeren Integration erheblich profitieren würden. Ein Vergleich mit einem EU-Land, das bereits einen relativ hohen Grad an Integration erreicht hat – in den vorliegenden Schätzungen sind dies die Niederlande – kann ein realistischeres kontrafaktisches Szenario liefern, welches das Potenzial für eine Vertiefung der Integration innerhalb der EU aufzeigt. Die Analyse weist darauf hin, dass die Friktionen weiter reduziert werden könnten, und zwar um rund 8 Prozentpunkte bei Waren und um 9 Prozentpunkte bei Dienstleistungen, wenn andere EU-Länder einen ähnlichen Integrationsgrad erreichten. Dies würde eine erhebliche Zunahme der Integration darstellen und in etwa den Fortschritten entsprechen, die in den vergangenen zwei Jahrzehnten bei der Vertiefung der Integration der Waren- und Dienstleistungsmärkte erzielt wurden. Modellschätzungen legen die Vermutung nahe, dass sich hierdurch ein erhebliches wirtschaftliches Potenzial erschließen ließe. Die Wohlfahrtsgewinne dürften sich dabei auf bis zu 1,3 % im Warenhandel und bis zu 1,8 % bei den Dienstleistungen belaufen.

Darüber hinaus könnte die EU sogar noch mehr profitieren, wenn der Binnenmarkt vollendet und durch wachstumsfördernde Maßnahmen ergänzt würde. Bei den in diesem Aufsatz vorgestellten Schätzungen des ungenutzten Potenzials handelt es sich um konservative Schätzungen. Es werden nämlich nur die Zuwächse erfasst, die sich ergäben, wenn alle Mitgliedstaaten das gleiche Maß an Integration erreichen würden wie das am stärksten integrierte Land. Dies käme aber noch nicht einer tiefergehenden Integration gleich, bei der das volle Potenzial des EU-Binnenmarkts und der Umsetzung der umfassenderen europäischen Agenda für Wettbewerbsfähigkeit ausgeschöpft würde. Wie von Draghi (2024) und Letta (2024) hervorgehoben, setzt die Verwirklichung eines echten einheitlichen Dienstleistungsmärkte einen sehr ambitionierten Abbau der verbleibenden regulatorischen und administrativen Hindernisse in den Mitgliedstaaten voraus. Ein Schritt in die richtige Richtung ist die Strategie der Europäischen Kommission für den Binnenmarkt (2025b). Sie zielt darauf ab, die zehn größten Hindernisse für den Binnenmarkt zu beseitigen, den Dienstleistungssektor neu zu beleben sowie kleine und mittlere Unternehmen stärker zu fördern, und verdient eine nachdrückliche Unterstützung.

Zu guter Letzt wären weitere Datenerhebungen zur konkreten Art und Intensität der verbleibenden Hindernisse hilfreich. Anhand von granularerem

Daten könnten die noch vorhandenen Barrieren und ihr relatives Ausmaß genauer analysiert werden. Die sich daraus ergebenden Erkenntnisse könnten anschließend in die Debatte über spezifische Maßnahmen einfließen.

Literaturverzeichnis

- Adlibish, O. E., Cerdeiro, D. A., Duval, R. A., Hong, G. H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H. H. und Vaziri, M. (2025), Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies, Working Paper des IWF, Nr. 040.
- Airaudo, F., Gaillard, A., Santacreu, A. M. und de Soyres, F. (2025), Recent Evolutions in the Global Trade System: From Integration to Strategic Realignment, Working Paper der Federal Reserve Bank of St. Louis, Nr. 2025-027.
- Anderson, J. E. und Van Wincoop, E. (2003), Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle, American Economic Review, 93(1), S. 170-192.
- Arampatzi, A. S. et al. (2025), [Capital Markets Union: A Deep Dive - Five Measures to Foster a Single Market for Capital](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr 369.
- Campos, N. F., Coricelli, F. und Moretti, L. (2014), Economic Growth and Political Integration: Estimating the Benefits from Membership in the European Union Using the Synthetic Counterfactuals Method, Discussion Paper Series des IZA, Nr. 8162.
- Dahlberg, E. et al. (2020), Legal obstacles in Member States to Single Market rules, Veröffentlichung für den Ausschuss für Binnenmarkt und Verbraucherschutz, Fachabteilung Wirtschaft, Wissenschaft und Lebensqualität, Europäisches Parlament, Luxemburg.
- Dorn, F., Flach, L. und Gourevich, I. (2024), Building a Stronger Single Market: Potential for Deeper Integration of the Services Sector within the EU, EconPol Policy Report, Nr. 52, November.
- Draghi, M. (2024), [The Future of European Competitiveness](#), Europäische Kommission, September.
- Europäische Kommission (2025a), The 2025 Annual Single Market and Competitiveness Report, COM (2025) 26 final, Brüssel, 29. Januar.
- Europäische Kommission (2025b), Der Binnenmarkt: unser europäischer Heimatmarkt in einer unsicheren Welt – Eine Strategie für einen einfachen, nahtlosen und starken Binnenmarkt, COM (2025) 500 final, Brüssel, 21. Mai.
- European Centre for International Political Economy (2021), Participation of foreign bidders in EU public procurement, Europäische Kommission.
- Filip, P. et al. (2025), [Why a more competitive economy matters for monetary policy](#), Der EZB-Blog, 11. Februar.

- Fontagné, L. und Yotov, Y. V. (2022), Tariff-based product-level trade elasticities, Journal of International Economics, Bd. 137, 2022.
- Fontagné, L. und Yotov, Y. V. (2025), The Low-Hanging Fruit of the Single European Market: New Methods and Measures, Working Paper des Center for Global Policy Analysis, Nr. 2025-22, LeBow College of Business, Drexel University.
- Freeman, R. et al. (2025), Unlocking New Methods to Estimate Country-Specific Effects and Trade Elasticities with the Structural Gravity Model, Journal of Applied Econometrics, Bd. 40, Ausgabe 6, S. 669-684.
- Head, K. und Mayer, T. (2021), The United States of Europe: A Gravity Model Evaluation of the Four Freedoms, Journal of Economic Perspectives, 35(2), S. 23-48.
- Helliwell, J. F. (1998), How much do National Borders Matter?, Brookings Institution Press.
- in 't Veld, J. (2019), Quantifying the Economic Effects of the Single Market in a Structural Macromodel, European Economy Discussion Paper, Nr. 094, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2024), Europe's Choice: Policies for Growth and Resilience, Presseartikel des IWF, 16. Dezember.
- Lagarde, C. (2025), [Remarks by Christine Lagarde, President of the ECB, at the panel on the 'Global Economic Outlook' at the 40th Annual G30 International Banking Seminar](#), Washington DC, 18. Oktober.
- Larch, M., Tan, S. und Yotov, Y. (2023), A simple method to ex-ante quantify the unobservable effects of trade liberalization and trade protection, Journal of Comparative Economics, Bd. 51, Ausgabe 4.
- Lehtimäki, J. und Sondermann, D. (2020), [Baldwin vs. Cecchini Revisited: The Growth Impact of the European Single Market](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2392, April.
- Letta, E. (2024), Much more than a market: speed, security, solidarity, Europäische Kommission, April.
- McCallum, J. (1995), National Borders Matter: Canada–U.S. Regional Trade Patterns, American Economic Review, 85(3), S. 615-623.
- Mion, G. und Ponattu, D. (2019), Estimating economic benefits of the Single Market for European countries and regions, Policy Paper der Bertelsmann Stiftung.
- Monteagudo, J., Rutkowski, A. und Lorenzani, D. (2012), The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation, Economic Papers, Nr. 456, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission.

Nitsch, V. (2000), National Borders and International Trade: Evidence from the European Union, Canadian Journal of Economics, 33(4), S. 1091-1105.

Parsons, C. und Smith, A. (2022), The 'Completeness' of the EU Single Market in Comparison to the United States, Single Market Economics Papers, WP2022/7, Generaldirektion Binnenmarkt, Industrie, Unternehmertum und KMU der Europäischen Kommission.

Santamaría, M., Ventura, J. and Yeşilbayraktar, U. (2023), Exploring European Regional Trade, Journal of International Economics, 146(C).

Tinbergen, J. (1962), Shaping the World Economy: Suggestions for an International Economic Policy, The Twentieth Century Fund.

Wolf, H. C. (2000), Intranational Home Bias in Trade, The Review of Economics and Statistics, 82(4), S. 555-563.

Wolfmayr, Y. and Pfaffermayr, M. (2022), The EU Services Directive: Untapped Potentials of Trade in Services, FIW Research Reports, Nr. 03, Juli.

2

Kurzfristige Konjunkturprognosen für den Euroraum in einer unsicheren Welt

Sercan Eraslan, Andrea Fabbri und Lorena Saiz

1 Einleitung

Die Beurteilung des kurzfristigen Wachstumsausblicks und der damit verbundenen Risiken auf Basis aktueller Daten ist für die geldpolitische Entscheidungsfindung von zentraler Bedeutung. Aus diesem Grund entwickeln Zentralbanken ihre eigenen Modelle für Kurzfristprognosen zum BIP-Wachstum, die sie fortlaufend weiterentwickeln. Diese Modelle sind so konzipiert, dass sie zeitnahe, zuverlässige und datengestützte Erkenntnisse zur aktuellen Konjunkturlage und zu den kurzfristigen Wachstumsaussichten liefern. Ein Beispiel hierfür sind die seit 2015 von der EZB verwendeten Standardmodelle, mit denen das kurzfristige Wachstum des realen BIP im Euroraum prognostiziert wird (siehe Bańbura und Saiz, 2020).

Die verschiedenen großen Schocks der vergangenen Jahre haben dazu geführt, dass die Prognosegüte der herkömmlichen Methoden deutlich beeinträchtigt wurde und genaue Vorhersagen somit schwieriger geworden sind. Ereignisse wie die Covid-19-Pandemie und der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine haben zu erheblichen Schwankungen bei den wirtschaftlichen Variablen geführt und die Prognoseunsicherheit erhöht. Dies kam erschwerend zu den Herausforderungen hinzu, die Echtzeitprognosen unter anderem Informationen aus Daten mit unterschiedlichen Frequenzen (z. B. monatliche und vierteljährliche Daten) miteinander kombiniert und verschiedene Veröffentlichungskalender, Publikationsverzögerungen und Datenrevisionen berücksichtigt werden.

Im vorliegenden Aufsatz werden die jüngsten Verbesserungen bei den Kurzfristprognosemodellen der EZB betrachtet. Die Bewertung der geldpolitischen Strategie 2025 hat verdeutlicht, wie wichtig es in einer unsicheren und sich rasch wandelnden Welt ist, die Prognoseinstrumente kontinuierlich weiterzuentwickeln und über ein breites und vielseitiges analytisches Instrumentarium zu verfügen. Um dieser Anforderung gerecht zu werden, wurde zur Aktualisierung und Optimierung des Modellrahmens für Kurzfristprognosen eine zweigleisige Strategie entwickelt. Erstens wurden die bestehenden Standardmodelle der EZB sorgfältig getestet und verbessert. Zweck dieser Anpassungen war es, die Genauigkeit und Zuverlässigkeit sowohl der Punkt- als auch der Dichteprognosen für das Wachstum des realen BIP im Euroraum zu erhöhen. Dichteprognosen sind insbesondere für die Quantifizierung der Prognoseunsicherheit von Bedeutung. Sie können zur Bewertung der kurzfristigen Risiken verwendet werden, mit denen die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB behaftet sind. Zweitens wurden alternative Ansätze mit fortgeschrittenen Methoden des

maschinellen Lernens untersucht, um die üblichen Standardmodelle zu ergänzen. Diese innovativen Instrumente befinden sich zwar noch in der Erprobungsphase, können aber dazu beitragen, Instabilitäten entgegenzuwirken und mögliche Nichtlinearitäten in den Wirtschaftsbeziehungen zu erfassen.

Im weiteren Verlauf ist der Aufsatz wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden die größten Herausforderungen im Zusammenhang mit Konjunkturprognosen für den Euroraum seit Beginn der Pandemie untersucht. In Abschnitt 3 wird das überarbeitete Instrumentarium für Kurzfristprognosen einschließlich der Standardmodelle vorgestellt und eine Echtzeit-Evaluierung der Prognosegüte vorgenommen. In Abschnitt 4 wird ein ergänzender Ansatz betrachtet, der sich auf maschinelles Lernen stützt. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Herausforderungen im Zusammenhang mit Prognosen seit der Pandemie

Echtzeitprognosen der extremen konjunkturellen Entwicklungen während der Pandemie waren nahezu unmöglich. Angesichts der Herausforderungen, mit denen die Standardmodelle konfrontiert wurden, verwendete die EZB unter Berücksichtigung der spezifischen Merkmale und Auswirkungen der Pandemie mehrere innovative Ansätze, um das Wachstum des realen BIP im Euroraum zu prognostizieren (siehe beispielsweise Battistini et al., 2020).

Seit der Pandemie haben weitere große Schocks die Prognosemodelle zusätzlich herausgefordert. Es ist schwierig, die Modelle an ein Umfeld anzupassen, in dem historische Verlaufsmuster womöglich nicht mehr als verlässliche Referenzwerte für die Zukunft gelten. Ähnlich wie die Pandemie haben sich auch Schocks wie der Krieg Russlands gegen die Ukraine mit der damit verbundenen Energiekrise und dem Inflationsschub sowie die jüngeren geopolitischen Spannungen und Handelskonflikte stark auf die Wirtschaft des Euroraums ausgewirkt. Sie haben zu erheblichen Schwankungen bei wichtigen Konjunkturindikatoren geführt. Dadurch gestaltete sich die Aktualisierung und Neuschätzung der Modelle von Kurzfristprognosen äußerst schwierig, sodass die wirtschaftlichen Zusammenhänge weniger gut erkennbar wurden. Die plötzlichen und extremen Schwankungen der Wirtschaftstätigkeit führten zu veränderten Saisonmustern. Dies wiederum führte zu Problemen bei der üblichen Saisonbereinigung, sodass die bereinigten Daten letztlich möglicherweise verzerrt waren. Außerdem wurden das BIP und andere Wirtschaftsdaten häufiger und umfangreicher revidiert als in der Vergangenheit, was die Komplexität zusätzlich erhöhte.¹

¹ Auch die Volatilität bei den Investitionen in geistiges Eigentum, insbesondere im Hinblick auf Aktivitäten multinationaler Unternehmen in Irland, stellt eine Herausforderung dar. Sie besteht schon seit Längerem. Schon vor der Pandemie hatten volatile Investitionen in geistiges Eigentum in Irland die BIP-Ergebnisse des Euroraums unverhältnismäßig stark beeinflusst. Seit der Pandemie hat sich diese Volatilität verstärkt, wodurch die aggregierten Daten weiter verzerrt und die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung zunehmend erschwert werden (siehe Andersson et al., 2024).

Diese Schocks hatten in den einzelnen Sektoren sehr unterschiedliche Effekte, die von Kurzfristprognosemodellen nicht ohne Weiteres erfasst werden.

Während der Pandemie wurden kontaktintensive Dienstleistungen wie das Gastgewerbe oder die Reise- und Unterhaltungsbranche aufgrund von Ausgangs- und Kontaktbeschränkungen besonders stark in Mitleidenschaft gezogen. Andere Dienstleistungen wie digitale Dienstleistungen und der Onlinehandel verbuchten hingegen eine erhöhte Nachfrage. Durch die anschließende Energiekrise wurden die sektoralen Unterschiede weiter verschärft, da energieintensive Branchen wie das verarbeitende Gewerbe und der Sektor Verkehr stark gestiegene Produktionskosten verzeichneten. Diese sektorspezifischen Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit stellten Kurzfristprognosemodelle für das BIP vor erhebliche Herausforderungen, und es kam zu einer zunehmenden Divergenz zwischen umfragebasierten Daten und harten Konjunkturindikatoren. Dies zeigt, dass Prognosemodelle flexibler und anpassungsfähiger sein müssen, um raschen Veränderungen der sektoralen Zusammensetzung und deren Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Produktion Rechnung tragen zu können.

Strukturelle Faktoren und zugrunde liegende Trends wie der Klimawandel, der demografische Wandel (z. B. die Bevölkerungsalterung) und die Zunahme digitaler Technologien spielen ebenfalls eine Rolle. Mittel- bis langfristig dürften sich diese Faktoren in erheblichem Maße auf die Wirtschaft auswirken, sie könnten aber auch die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung beeinflussen. Aufgrund ihres graduellen und vielschichtigen Charakters ist es jedoch schwierig, sie in Kurzfristprognosemodellen zu berücksichtigen.

All diese Herausforderungen wirken sich auf die Prognosegüte der bestehenden Kurzfristprognosemodelle der EZB aus. Das im Folgenden vorgestellte überarbeitete Instrumentarium für Kurzfristprognosen bietet zwar keine Lösung für alle genannten Herausforderungen, aber es werden einige der wichtigsten angegangen. Dazu zählen beispielweise der veränderte Zusammenhang zwischen Umfragedaten und harten Indikatoren, die erhöhte Volatilität, die Prognoseunsicherheit (einschließlich der Parameterunsicherheit) und die Einbeziehung zusätzlicher Datenquellen zur umfassenderen Berücksichtigung verschiedener Aspekte der Wirtschaft. Faktoren wie die Saisonbereinigung, Investitionen in geistiges Eigentum in Irland und strukturelle Veränderungen werden hingegen nicht betrachtet.

3 Das überarbeitete Instrumentarium für Kurzfristprognosen

Zentralbanken verwenden für Konjunkturanalysen und für Kurzfristprognosen des Wirtschaftswachstums eine Vielzahl ökonometrischer Modelle. Zu den am häufigsten genutzten Modellen zählen einfache lineare Regressionsmodelle (Brückengleichungen), dynamische Faktormodelle (DFMs), vektorautoregressive Modelle (VARs) sowie Mixed-Data-Sampling-Modelle (MIDAS-Modelle). Jede dieser Modellklassen zeichnet sich durch besondere Merkmale aus, die dafür sorgen, dass die Modelle sich gut für Kurzfristprognosen eignen. Alle Modellklassen finden in der

akademischen Forschung, bei Zentralbanken und bei anderen Prognostikern breite Verwendung.²

Die frühere Generation von Modellen für Kurzfristprognosen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum basierte auf einem System linearer Regressionen oder Brückengleichungen.³ Dieser Modellrahmen (im Folgenden die „alten EZB-Modelle“) stützte sich auf ein System linearer Regressionen (Brückengleichungen), mit dessen Hilfe das vierteljährliche BIP-Wachstum prognostiziert wurde. Dabei wurden neben verschiedenen vierteljährlichen Prädiktoren (Vorhersagevariablen, mit denen der Wert der Zielvariable vorhergesagt werden kann) auch monatliche Prädiktoren verwendet, die zu einer vierteljährlichen Frequenz aggregiert wurden. In den alten EZB-Modellen wurde für die Messung des realen BIP eine angebotsseitige Perspektive eingenommen, da in diesem Fall im Vergleich zur nachfrageseitigen Perspektive die Daten umfassender und zeitnäher zur Verfügung stehen und die Prognosegüte höher ist.⁴ Die in den Brückengleichungen für die BIP-Wachstumsprognosen enthaltenen monatlichen Prädiktoren wurden wiederum unter Verwendung von Hilfsmodellen (DFMs und VARs) prognostiziert, die Informationen aus anderen monatlichen Variablen berücksichtigen. Es wurde ein Datensatz mittlerer Größe verwendet, der 30 Indikatoren umfasste und harte Indikatoren (z. B. die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze) mit weichen Daten (Umfragen) sowie Finanzindikatoren verknüpfte. Neben Punktprognosen ließen sich mit diesem Modellrahmen auch Dichteprognosen erstellen; damit konnte die Unsicherheit bezüglich der Punktprognosen erfasst werden. Der Modellrahmen umfasste zudem eine Aufschlüsselung der Bestimmungsfaktoren für die zwischen den Aktualisierungen erfolgten Prognoserevisionen („News-Zerlegung“).

Die alten EZB-Modelle lieferten bis Ende 2019 recht genaue Prognosen für das Wachstum des realen BIP im Euroraum. Nach Ausbruch der Pandemie verschlechterte sich ihre Prognosegüte jedoch. Wenngleich sich diese seitdem wieder etwas erhöht hat, wurde der Modellrahmen von den Fachleuten der EZB weiterentwickelt. Ein besonderes Augenmerk wurde dabei auf die Verbesserung der Prognosegüte in der Zeit nach der Pandemie gelegt sowie auf die Entwicklung von Ansätzen, die sich gegenüber großen Schocks robuster zeigten. Nachfolgend werden die Merkmale dieses neuen Rahmens erörtert. Für eine bessere Vergleichbarkeit werden in Tabelle 1 die Merkmale des alten und des neuen Modellrahmens einander gegenübergestellt.

² Siehe beispielsweise Linzenich und Meunier (2024) zum von der EZB entwickelten Instrumentarium; Deutsche Bundesbank (2023); Almuzara et al. (2023).

³ Ein Überblick über die alten EZB-Modelle für kurzfristige Konjunkturprognosen für den Euroraum findet sich in: Bańbura und Saiz (2020).

⁴ Die angebotsseitige Perspektive zur Messung des BIP bezieht sich auf die Produktion von Waren und Dienstleistungen (Wertschöpfung in der Industrie und im Dienstleistungssektor), während die Nachfragesicht auf die für Waren und Dienstleistungen aufgewendete Gesamtsumme (Konsum und Investitionen) abstellt.

Tabelle 1
Merkmale der alten und der neuen EZB-Modelle

	Alte EZB-Modelle	Neue EZB-Modelle
Brückengleichungen	<p>Sechs Brückengleichungen (angebotsseitige und umfragebasierte Prädiktoren)</p> <ul style="list-style-type: none"> Angebotsseitige Prädiktoren: Industrieproduktion und Wertschöpfung im Dienstleistungssektor Umfragebasierte Prädiktoren: Einkaufsmanagerindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Einkaufsmanagerindex für die Produktion im Baugewerbe 	<p>Zwei Brückengleichungen (nur angebotsseitige Prädiktoren)</p> <ul style="list-style-type: none"> Angebotsseitige Prädiktoren: Wertschöpfung im Dienstleistungssektor, Wertschöpfung im Baugewerbe und Wertschöpfung in der Industrie
Hilfsmodelle	Drei VARs, zwei DFMs Monatliche Frequenz Konstante Volatilität	Drei VARs, drei DFMs Vierteljährliche und monatliche Frequenz Stochastische Volatilität
Punktprognosen	Mittelwert	Median ¹⁾
Dichte prognosen	Kombination von sechs normalverteilten Dichten	Kombination von zwei Dichten

1) Aufgrund der erhöhten Datenvolatilität werden die Punktprognosen in den neuen EZB-Modellen anhand des Medians der Streuung der möglichen Ergebnisse berechnet. Der Median erlaubt stabilere Prognosen als der Mittelwert, da er weniger stark von Extremwerten beeinflusst wird.

3.1 Der überarbeitete Modellrahmen für Brückengleichungen

Der überarbeitete Modellrahmen stützt sich weiterhin auf Brückengleichungen, die trotz ihrer Einfachheit relativ flexibel sind. In den neuen EZB-Modellen wird nach wie vor ein System linearer Regressionsmodelle eingesetzt. Dabei liegt der Fokus auf Prognosen des BIP-Wachstums aus Angebotssicht (d. h., es wird die Wertschöpfung nach Sektoren betrachtet). Dieser Ansatz wurde gewählt, weil sich die Schätzungen einfach erstellen lassen und auch einfach zu interpretieren und zu kommunizieren sind. Außerdem weist der Ansatz – verglichen mit anderen Modellen – eine höhere Prognosegüte auf. Trotz seiner einfachen Struktur ist der Brückengleichungsrahmen zudem flexibel, da er eine Reihe von Hilfsmodellklassen berücksichtigen kann.

Die neuen EZB-Modelle beinhalten zwei Arten von aktuellen Hilfsmodellen. Das neue Modell greift auf dieselben beiden Hilfsmodellarten wie das Vorgängermodell zurück, nämlich DFMs und VARs.⁵ Allerdings wurden diese Hilfsmodelle umfassend überarbeitet. Sie kombinieren nun monatliche und vierteljährliche Indikatoren und berücksichtigen außerdem die zeitvariierende Volatilität. Dadurch lassen sich Änderungen in der Entwicklung der Konjunkturdaten besser abbilden (Informationen zu den technischen Details des überarbeiteten Modellrahmens finden sich in Kasten 1).

Die Prädiktoren wurden dahingehend angepasst, dass sie nun neu verfügbare Daten wie etwa die Produktion im Dienstleistungsbereich mit umfassen. Zudem wurde der Anteil umfragebasierter und harter Indikatoren in ein

⁵ Aufgrund ihrer besonderen Merkmale sind Modelle wie DFMs und VARs für Prognosen gut geeignet, allerdings kann sich ihre Prognosegüte – vor dem Hintergrund eines sich rasch wandelnden wirtschaftlichen Umfelds – im Zeitverlauf ändern. Durch die Integration dieser Modellklassen in das Brückengleichungssystem lassen sich ihre Prognosestärken nutzen, während zugleich die Modellunsicherheit gemindert wird.

ausgeglicheneres Verhältnis gebracht. Die Anpassung ist eine Reaktion auf die Einschränkungen, die sich aus der Verwendung umfragebasierter oder qualitativer Indikatoren ergeben. Diese Indikatoren stehen zwar zeitnah zur Verfügung und sind aufschlussreich, doch ist ihre Beziehung zur Wirtschaftsentwicklung in den vergangenen Jahren schwächer geworden und hat an Stabilität eingebüßt. Darüber hinaus wurden die fehlenden harten Indikatoren für den Dienstleistungssektor als ein Faktor identifiziert, der zur Verringerung der Prognosegüte der alten EZB-Modelle beigetragen hatte.

Die neuen EZB-Modelle können, genauso wie die Vorgängermodelle, sowohl Punkt- als auch Dichteprägnosen erstellen. Punktprägnosen liefern einen einzelnen zentralen Schätzwert zum erwarteten BIP-Wachstum. Bei den Prognosen, die ausgewiesen werden, handelt es sich in erster Linie um solche Punktprägnosen. Seit der Pandemie ist es aufgrund der erhöhten Unsicherheit jedoch immer wichtiger geworden, nicht nur Punktprägnosen zu betrachten, sondern auch Dichteprägnosen mit in den Blick zu nehmen. Aus Dichteprägnosen lassen sich eine Bandbreite an möglichen BIP-Ergebnissen und deren Wahrscheinlichkeiten ablesen. Einfach ausgedrückt zeigt die Breite der Dichteprägnose die Unsicherheit an, mit der die Punktprägnose behaftet ist.

Auch mit dem neuen Modellrahmen werden die Auswirkungen neu eingegangener Daten auf Prognoserevisionen ausgewiesen. Der neue Rahmen bietet nicht nur Punkt- und Dichteprägnosen, sondern er liefert auch eine Aufschlüsselung der Prognoserevisionen zum BIP-Wachstum (also der Differenz zwischen aufeinanderfolgenden BIP-Prognosen), und zwar nach modellbasierten Überraschungen bzw. dem neuen Informationsgehalt („News“) der Veröffentlichung von monatlichen und vierteljährlichen Prädiktoren (zuzüglich der Effekte von Revisionen historischer Daten sowie Parameter-Neuschätzungen).⁶ So gibt das (positive oder negative) Vorzeichen der News an, ob die neue Datenveröffentlichung besser oder schlechter ausfiel als vom Modell erwartet. Zur besseren Übersichtlichkeit wird die News-Zerlegung in weit gefasste Kategorien von Konjunkturindikatoren unterteilt, so etwa in Dienstleistungsindikatoren, Industrieindikatoren und Umfragen (zur beispielhaften Verwendung des überarbeiteten Rahmens für Echtzeit-Kurzfristprognosen in der Praxis siehe Kasten 2).

Kasten 1

Das überarbeitete System der Brückengleichungen: technische Zusammenfassung

Sercan Eraslan und Lorena Saiz

Das überarbeitete Instrumentarium basiert weiterhin auf einem Brückengleichungssystem. Brückengleichungen werden von Zentralbanken und anderen Prognostikern häufig zur Erstellung von kurzfristigen Prognosen verwendet.⁷ Es handelt sich dabei um einfache lineare Regressionen,

⁶ Ein genauer Überblick über die News-Zerlegung findet sich in: Bańbura und Modugno (2014). Zur entsprechenden Umsetzung in den Prognosen der EZB für das Wachstum des realen BIP im Euroraum siehe Bańbura und Saiz (2020).

⁷ Eine Brückengleichung ist in der Regel eine lineare Regression, die eine Beziehung zwischen einer niedrigfrequenten Zielvariable und einem oder mehreren hochfrequenten Indikatoren herstellt und effektiv eine Brücke zwischen ihnen baut.

bei denen die zu prognostizierende vierteljährliche Variable (z. B. das vierteljährige Wachstum des realen BIP) mithilfe anderer vierteljährlicher Regressoren – wie etwa den angebotsseitigen BIP-Komponenten (z. B. Wertschöpfung in der Industrie, im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe) – vorhergesagt wird. Dementsprechend kann die Brückengleichung für das vierteljährige BIP-Wachstum wie folgt lauten:

$$y_{m,t}^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \epsilon_t^Q$$

wobei $y_{m,t}^Q$ die Zielvariable und $X_{i,t}^Q$ der Prädiktor i ($i = 1, \dots, k$) mit derselben Frequenz ist. Die Konstante ist durch α gekennzeichnet, während β_i für die Regressionskoeffizienten steht und ϵ_t^Q für das Regressionsresiduum. Das Brückengleichungssystem besteht aus zwei linearen Regressionen. Beide Regressionen beinhalten dieselben vierteljährlichen Prädiktoren: die Wertschöpfung in der Industrie, die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor und die Wertschöpfung im Baugewerbe ($k = 3$). Diese werden anhand von zwei verschiedenen Hilfsmodellen ($m = 1, 2$) prognostiziert. Die Gleichungen werden mit bayesianischen Methoden geschätzt; hierbei werden inverse Normalverteilungen als A-priori-Verteilung (kurz: Prior) zugrunde gelegt. Der Schätzzeitraum beginnt im Jahr 1995.

Die vierteljährlichen Prädiktoren für die Prognose des BIP-Wachstums werden jeweils mittels eines dynamischen Faktormodells (DFM) und eines vektorautoregressiven Modells (VAR) prognostiziert. Diese beiden Modelle enthalten sowohl vierteljährige als auch monatliche Indikatoren (d. h. gemischte Frequenzen). Sie werden mit bayesianischen Methoden geschätzt und beinhalten zeitvariierende stochastische Volatilitäten, was in Zeiten hoher Unsicherheit bessere Prognosen zur Wirtschaftstätigkeit ermöglicht. Beide Modelle können effektiv unterschiedliche Datenfrequenzen verarbeiten und mit fehlenden Beobachtungen umgehen. Außerdem können sie Rauschen in den Daten herausfiltern, was bestimmten Eigenschaften – etwa der gemeinsame Faktorstruktur in DFMs und der Ausreißerkorrektur für zeitvariierende Volatilitäten in VARs – zuzuschreiben ist.

Das DFM mit gemischter Frequenz folgt in erster Linie dem Ansatz von Antolín-Díaz et al. (2017, 2024) und kombiniert diesen mit dem Vorschlag von Camacho und Pérez-Quirós (2010), wenn es um umfragebasierte Indikatoren im Modell geht.⁸ Für jeden vierteljährlichen BIP-Prädiktor wird anhand einer kleinen Auswahl monatlicher Indikatoren ein eigenes Hilfs-DFM geschätzt. Jedes DFM beinhaltet einen gemeinsamen Faktor und eine Reihe idiosynkratischer Komponenten, die einem Autoregressionsverfahren zweiter Ordnung folgen. Das Modell wird mithilfe von bayesianischen Methoden als Zustandsraummodell spezifiziert und geschätzt. Dabei weisen die Residuen sowohl in den Beobachtungsgleichungen als auch in den Transformationsgleichungen eine stochastische Volatilität und Ausreißeranpassung gemäß Carriero et al. (2024) auf.

Das VAR-Modell mit gemischten Frequenzen erweitert die bayesianischen VARs um stochastische Volatilität und Ausreißeranpassungen zu einem Setting mit gemischten Frequenzen. So berücksichtigen die VAR-Hilfsmodelle mit gemischten Frequenzen t -verteilte Fehler und Ausreißeranpassungen bei der stochastischen Volatilität, wodurch das Modell robuster gegenüber großen Schocks und Ausreißern wird. Die VAR-Schätzung basiert auf bayesianischen Methoden und verwendet den von Chan et al. (2023) entwickelten Algorithmus für das stichprobenhafte

⁸ Im ursprünglichen Modell von Antolín-Díaz et al. (2017, 2024) können auch allmähliche Verschiebungen des langfristigen Wachstums berücksichtigt werden. Bei einer ersten Analyse stellte sich jedoch heraus, dass dieses Merkmal für die Prognose des realen BIP-Wachstums im Euroraum nicht von Vorteil ist.

Auffüllen (Sampling) fehlender Beobachtungen (die sich z. B. aufgrund gemischter Frequenzen oder Verzögerungen bei der Veröffentlichung ergeben können). Im Einklang mit dem Ansatz für die Hilfs-DFMs werden für die vierteljährlichen Prädiktoren separate Hilfs-VARs geschätzt, wobei dieselben Datensätze wie bei den DFMen verwendet werden. Jedes VAR-Modell wird mit drei Verzögerungen (Lags) und mit Minnesota-Priors für die Koeffizienten spezifiziert.

Die vierteljährlichen BIP-Wachstumsprognosen werden in zwei Schritten generiert. Im ersten Schritt werden die Prognosen für die vierteljährlichen Prädiktoren – Wertschöpfung in der Industrie, im Dienstleistungssektor, im Baugewerbe – anhand der Hilfsmodelle erstellt. Anschließend werden diese Prognosen in den beiden Brückengleichungen verwendet, um Prognosen für das BIP-Wachstum zu generieren. Auf Basis bayesianischer Schätzverfahren werden alle Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die beiden Schritte geschätzt. Die einzelnen Wahrscheinlichkeitsverteilungen für das BIP-Wachstum werden zusammengeführt und damit sowohl Punkt- als auch Dichteprognosen für das BIP-Wachstum berechnet. Die Punktprognosen für das BIP-Wachstum werden als Median der kombinierten Dichteprognosen aus den beiden Brückengleichungen ermittelt. Die Dichteprognosen berücksichtigen zeitvariierende Volatilitäten und tragen daher sowohl den sich ändernden Parametern als auch der Unsicherheit hinsichtlich der Residuen Rechnung, mit der die zentrale Tendenz der BIP-Wachstumsprognosen behaftet ist.

3.2 Prognosegüte

Für die neuen EZB-Modelle wurde eine Echtzeit-Prognoseevaluation durchgeführt, wobei der Fokus vor allem auf der Prognosegüte in der Zeit nach der Pandemie lag. Die Prognosegüte der Modelle wurde mit jener der alten EZB-Modelle und mit jener der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB verglichen. Hierfür wurden auf der Grundlage von Informationen aus dem Data Portal der EZB Echtzeit-Datenstände erstellt.⁹

Die Evaluierung der Prognosegüte erfolgt entsprechend dem Veröffentlichungskalender für statistische Daten (z. B. für die Industrieproduktion) und die umfragebasierten Stimmungsindikatoren (z. B. für den Einkaufsmanagerindex). Daraus ergibt sich ein Prognosekalender im Rhythmus von zwei Wochen mit insgesamt zwölf Schätzungen für jedes Zielquartal des Evaluationszeitraums. Das bedeutet, dass zu jedem Zeitpunkt Prognosen für die zwei als Nächstes zur Veröffentlichung anstehenden Quartale erstellt werden. Die erste Prognose wird etwa fünf Monate vor dem Ende des Zielquartals erstellt, die finale Prognose dann zwei Wochen nach dem Quartalsende. Bei den Punktprognosen wird die Prognosegüte anhand zweier Messgrößen bewertet. Dies sind zum einen die Verzerrung zur Messung der systematischen Über- oder Unterschätzung und zum anderen der mittlere absolute Prognosefehler zur Messung des durchschnittlichen Ausmaßes des Prognosefehlers (unabhängig vom

⁹ Für Indikatoren ohne Echtzeit-Datenstände wurden die letzten verfügbaren (finalen) Datenstände verwendet, um die Publikationsverzögerung für frühere Datenstände zu replizieren (Pseudo-Echtzeit-Datenstände).

Vorzeichen).¹⁰ Der Evaluationszeitraum reicht vom ersten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2025 und deckt damit die Phase nach der Pandemie ab. Beide Messgrößen werden auf Basis der ersten Veröffentlichung (vorläufige Schnellschätzung) des BIP-Wachstums ermittelt, die rund 30 Tage nach dem Ende des Referenzquartals zur Verfügung steht.

Die neuen EZB-Modelle liefern für die Zeit nach der Pandemie eine merklich höhere Prognosegüte als die Vorgängermodelle.¹¹ Abbildung 1 zeigt die Verzerrung (Grafik a) und den mittleren absoluten Prognosefehler (Grafik b) für die alten EZB-Modelle (gelbe Balken), die neuen EZB-Modelle (blaue Balken) sowie für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB (rote Linie) für den gesamten Evaluationszeitraum. Während die auf Basis der alten EZB-Modelle erstellten Prognosen das Wachstum des realen BIP tendenziell unterschätzt haben – erkennbar an der negativen Verzerrung –, weisen die neuen EZB-Modelle allgemein eine viel näher an null liegende Verzerrung auf. Die neuen EZB-Modelle sind auch insgesamt genauer, was sich an den im Vergleich zu den alten EZB-Modellen niedrigeren mittleren absoluten Prognosefehlern zeigt. Auch wenn sich die Prognosegüte in der Regel verbessert (d. h., der mittlere absolute Prognosefehler sinkt), sobald mehr Informationen zur Verfügung stehen, so zeigte sich in diesem Fall, dass die Prognosegüte erratischer ausfiel. Dies könnte auf den relativ kurzen Evaluationszeitraum zurückzuführen sein, der in eine Phase erhöhter Unsicherheit aufgrund mehrerer aufeinanderfolgender Schocks fiel, die die Wirtschaft im Euroraum trafen. Dazu gehören der Krieg Russlands gegen die Ukraine und der darauf folgende sprunghafte Anstieg der Energiepreise und der Inflation sowie in jüngerer Zeit die handelspolitische Unsicherheit. Ein Vergleich der Prognosegüte der neuen EZB-Modelle mit jener der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB (die Einschätzungen von Fachleuten berücksichtigen) zeigte in beiden Fällen keine systematische Verzerrung. Insgesamt erwiesen sich die gesamtwirtschaftlichen Projektionen jedoch als genauer.

¹⁰ Die Verzerrung bemisst die durchschnittlichen Prognosefehler unter Berücksichtigung des Vorzeichens solcher Fehler. Dementsprechend deutet eine positive (negative) Verzerrung darauf hin, dass das Modell den Zielwert im Durchschnitt überschätzt (unterschätzt).

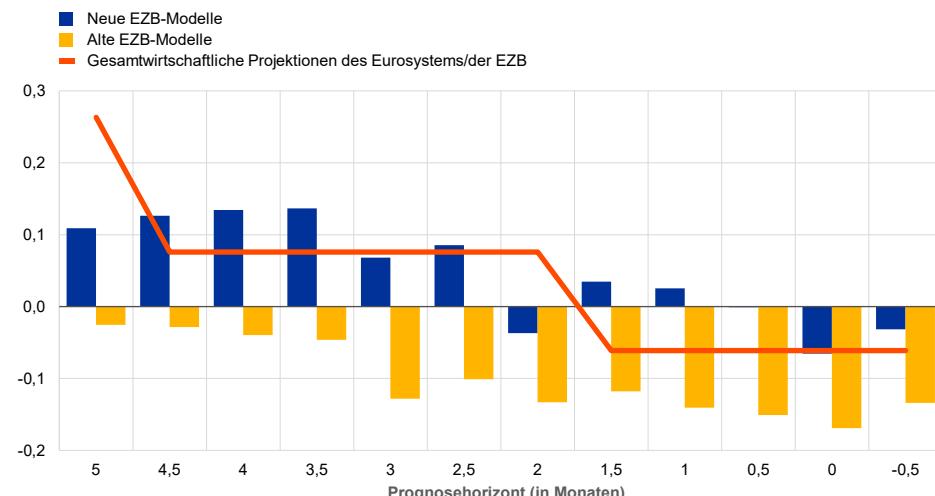
¹¹ Allerdings wiesen die alten EZB-Modelle in der Zeit vor der Pandemie eine bessere Prognoseleistung auf als die neuen Modelle.

Abbildung 1

Prognosegüte der EZB-Modelle und der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB seit 2022

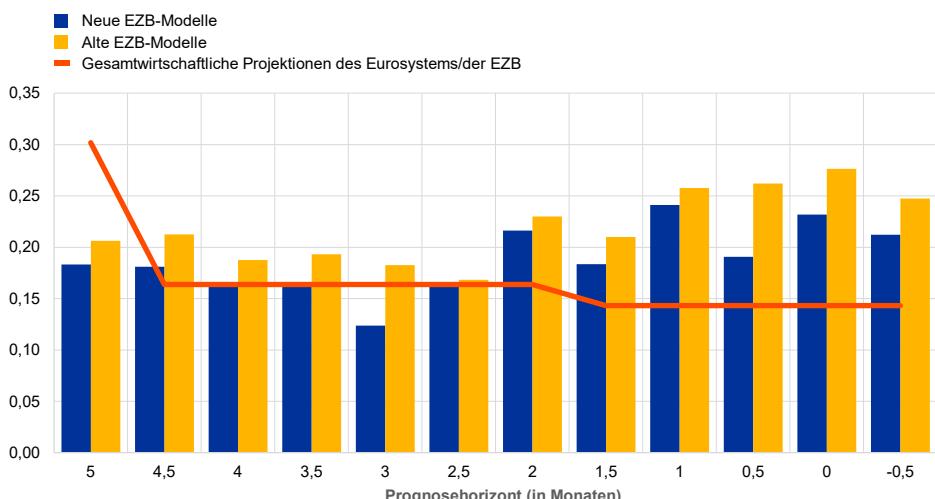
a) Verzerrung

(in Prozentpunkten)



b) Mittlerer absoluter Prognosefehler

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für jedes Quartal wird eine Sequenz von zwölf Aktualisierungen von Echtzeitprognosen evaluiert. Der Prognosehorizont (x-Achse) ist definiert als der Abstand (in Monaten) zwischen dem Datum der Prognose und dem Ende des Referenzquartals. Als Konvention wird unterstellt, dass die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB immer um die Monatsmitte des zweiten Monats eines Quartals finalisiert werden, also 1,5 bzw. 4,5 Monate vor Ablauf des Referenzquartals. Die Verzerrung ist definiert als die durchschnittliche Differenz zwischen der Prognose und dem tatsächlichen Ergebnis. Eine positive (negative) Verzerrung weist auf eine Überschätzung (Unterschätzung) hin. Die Prognosegüte wird mithilfe des mittleren absoluten Prognosefehlers gemessen. Die BIP-Prognosen werden durch Gegenüberstellung mit der vorläufigen Schnellschätzung des BIP-Wachstums bewertet, die am Ende des ersten Monats des Folgequartals veröffentlicht wird.

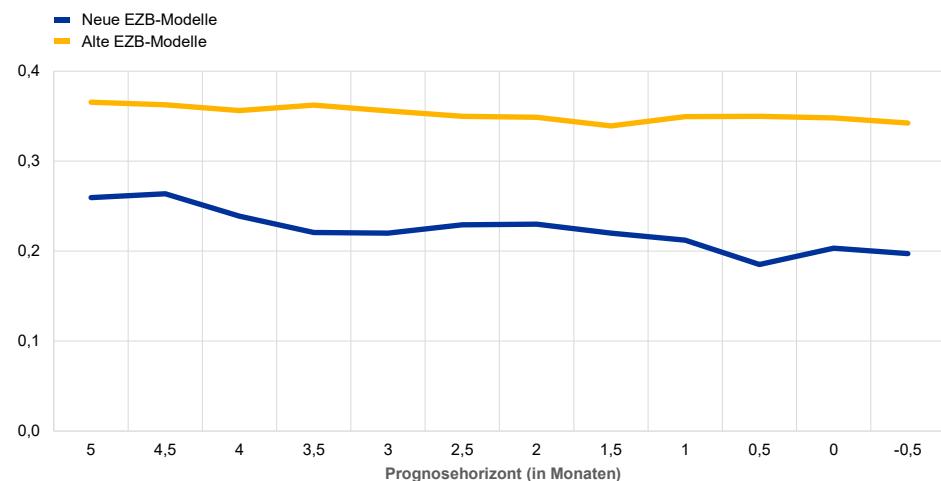
Die neuen EZB-Modelle liefern auch genauere Dichteprognosen. Zusätzlich zur Evaluierung der Punktprognosen wird auch die Genauigkeit der gesamten Prognoseverteilung einer Bewertung unterzogen. Zu diesem Zweck wird der Continuous Ranked Probability Score (CRPS) herangezogen. Dieser Wert vergleicht die Prognoseverteilung mit den tatsächlichen Ergebnissen. Mit seiner Hilfe werden die Dichteprognosen der alten und neuen EZB-Modelle bewertet. Die

gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB werden nicht mit einbezogen, da sie keine Dichteprognosen enthalten.¹² Abbildung 2 veranschaulicht, dass die neuen EZB-Modelle über alle Prognosehorizonte hinweg genauere Wahrscheinlichkeiten (und damit niedrigere CRPS-Werte) liefern als die alten EZB-Modelle. Dieses Ergebnis überrascht nicht, denn die Einbeziehung zeitvariierender Volatilitäten verbessert die Kalibrierung der Dichteprognosen.

Abbildung 2

Prognosegüte von Dichteprognosen gemäß Continuous Ranked Probability Score

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Siehe Anmerkung zu Abbildung 1. Der Continuous Ranked Probability Score misst die Genauigkeit der Dichteprognosen, indem die erwartete absolute Differenz zwischen der Prognoseverteilung und den tatsächlichen Ergebnissen herangezogen wird. Je niedriger der Wert ausfällt, desto genauer und besser kalibriert sind die Prognosen.

¹² Der Continuous Ranked Probability Score wird entsprechend der Beschreibung in Panagiotelis und Smith (2008), S. 719, angewandt.

4 Quantile-Regression-Forest-Modell als Ergänzung des Modellrahmens für Kurzfristprognosen

Aufgrund ihrer Flexibilität und hohen Prognosegüte werden Modelle, die auf maschinellem Lernen basieren, zunehmend für Konjunkturprognosen eingesetzt.

Anders als herkömmliche Zeitreihenprognosemodelle, die auf spezifischen ökonometrischen Ansätzen und parametrischen Annahmen beruhen, können auf maschinellem Lernen basierende Modelle direkt aus den Daten Verlaufsmuster erkennen. Dadurch können sie komplexe, möglicherweise nichtlineare Zusammenhänge zwischen Variablen erfassen. Auf maschinellem Lernen basierende Modelle behandeln Beobachtungen in der Regel als unabhängig voneinander. Zeitliche Abhängigkeiten werden nicht explizit berücksichtigt. Diese Eigenschaften können in einem sich rasch wandelnden Umfeld von Vorteil sein, in dem die jüngsten Verzögerungen weniger aussagekräftig sein könnten oder die zugrunde liegende Dynamik erst mit der Zeit zum Tragen kommt.

Ein Modell, das auf maschinellem Lernen basiert und für Kurzfristprognosen zum BIP-Wachstum getestet wurde, ist das Quantile-Regression-Forest-Modell (QRF-Modell). Es wird im Folgenden kurz beschrieben. QRF-Modelle stellen eine etablierte Methode des maschinellen Lernens dar und kommen bei der EZB bereits bei Prognosen der kurzfristigen Inflationsentwicklung zum Einsatz – mit vergleichsweise guten Ergebnissen.⁸⁴ Beim QRF-Modell werden Quantilsregressionen, die spezifische Perzentile der Verteilung der Zielvariablen schätzen, mit der Prognosekraft eines Ensembles von Entscheidungsbäumen (Forests) kombiniert.⁸⁵ Durch die Aggregation von Prognosen zahlreicher Entscheidungsbäume liefert das QRF-Modell sowohl eine Punktprognose als auch eine Dichteprognose der Zielgröße, was für die Beurteilung von Unsicherheit und Risiken besonders nützlich ist. Außerdem kann anhand von Shapley-Werten der Beitrag der einzelnen Prädiktoren zur Prognose beurteilt werden.⁸⁶ So können die Auswirkungen neuer Datenveröffentlichungen auf die Prognoserevisionen bewertet werden (ähnlich wie bei der News-Zerlegung bei Brückengleichungen). Dadurch wird das Modell transparenter und besser interpretierbar und somit weniger stark als „Blackbox“ wahrgenommen.

Die Schätzung des Modells erfolgt anhand zeitgleicher Zusammenhänge zwischen dem BIP-Wachstum und verschiedenen Konjunkturindikatoren. Im Datensatz enthalten sind die Industrieproduktion, der Handel, Umfragen, Finanzaktivitäten und andere harte Daten, für die allesamt ursprünglich nur Monatsdaten zur Verfügung stehen. Um diese Daten mit den BIP-Daten in Einklang zu bringen, werden sie mittels einfacher Durchschnitte zu einer vierteljährlichen Frequenz aggregiert. Fehlende Werte werden mithilfe eines zeitreihenanalytischen

⁸⁴ Siehe Lenza et al. (2025).

⁸⁵ Ein Entscheidungsbaum unterteilt Daten in immer kleinere Gruppen, basierend auf den Werten von Inputvariablen wie Industrieproduktion, Verbrauchervertrauen und Einzelhandelsumsätze. Mit jeder Entscheidung soll die Prognosegüte verbessert werden, indem auf Basis der Variablen, die die größte Variation des Zielwerts erklären, die Daten unterteilt werden.

⁸⁶ Shapley-Werte weisen den Beitrag der einzelnen Prädiktoren gerecht und konsistent einer bestimmten Prognose zu (Lundberg et al., 2019).

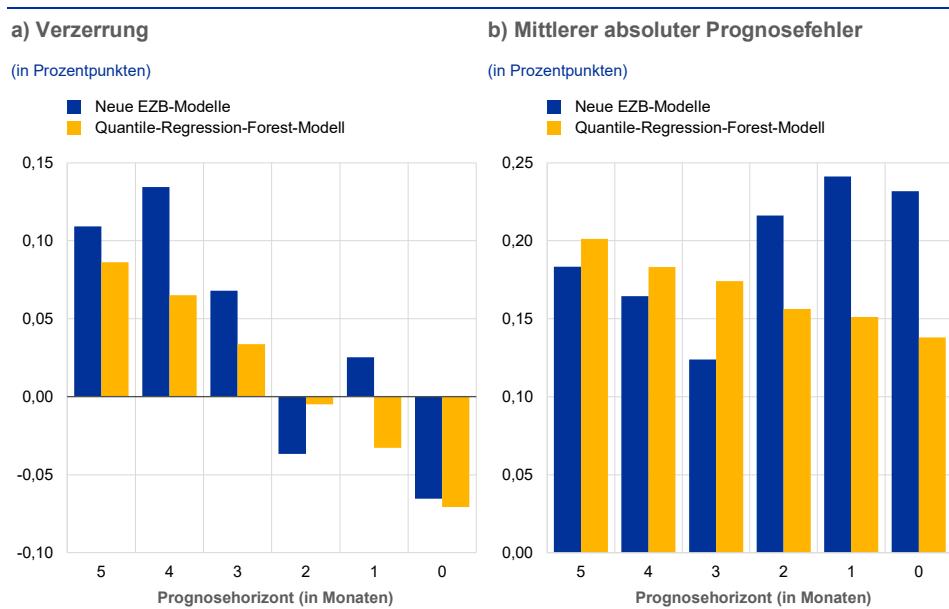
Verfahrens (ARIMA-Modell) projiziert. Anschließend werden anhand der vierteljährlichen Indikatoren für das Zielquartal Prognosen erstellt. Um Modellstabilität und ein Gleichgewicht zwischen Verzerrung und Varianz sicherzustellen, werden Hyperparameter, die in der Fachliteratur zu Regressionen empfohlen werden, zur Forest-Schätzung herangezogen.⁸⁷

Für die Zeit nach der Pandemie wurden Echtzeitprognosen ausgewertet, um die Prognosegüte des QRF-Modells zu beurteilen. Betrachtet wurde die Zeit vom ersten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2025 (wie in Abschnitt 3.2). Für jedes Quartal wurden sechs Prognosen erstellt – mit Beginn fünf Monate vor dem Ende des Zielquartals.⁸⁸ Abbildung 3 zeigt die Prognosegüte anhand der Verzerrung (Grafik a) und des mittleren absoluten Prognosefehlers (Grafik b) für das QRF-Modell und die neuen EZB-Modelle. Das QRF-Modell weist zwar eine etwas geringere Verzerrung, aber über alle Prognosezeiträume hinweg das gleiche Vorzeichen auf. Die mittleren absoluten Prognosefehler sind beim QRF-Modell zu Beginn des Prognosezeitraums größer als bei den neuen EZB-Modellen. Allerdings wird die Prognosegüte immer besser, je mehr Daten verfügbar werden. Gegen Ende des Zielquartals übertrifft die Prognosegüte des QRF-Modells jene der neuen EZB-Modelle. Am stärksten ausgeprägt war diese Verbesserung im Jahr 2022. Möglicherweise wies das QRF-Modell 2022 eine höhere Prognosegüte auf, weil infolge der noch immer spürbaren Auswirkungen der Pandemie und der aufkommenden Energiekrise Nichtlinearitäten auftraten (z. B. Wiederhochfahren der Wirtschaft, Lieferkettenstörungen). Über einen längeren Zeitraum betrachtet, der nicht abgebildet ist und im Jahr 2017 beginnt, schnitten die Prognosen im QRF-Modell jedoch etwas schlechter ab als in den neuen EZB-Modellen. Insgesamt ist das QRF-Modell – insbesondere in Phasen wirtschaftlicher Instabilität – als Instrument für Kurzfristprognosen zum BIP-Wachstum gut geeignet. Es kann auch für Gegenprüfungen mit den wichtigsten Standardmodellen hilfreich sein.

⁸⁷ Das Modell berücksichtigt 1 000 Bäume mit mindestens zehn Beobachtungen pro Blatt. Bei jeder Unterteilung wird ein Drittel der verfügbaren Prädiktoren berücksichtigt.

⁸⁸ Die Ergebnisse der Prognosen für die Monatsmitte sind in Abbildung 3 nicht dargestellt, folgen aber dem gleichen Muster.

Abbildung 3
Prognosegüte des Quantile-Regression-Forest-Modells



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Prognosehorizont (x-Achse) ist definiert als der Abstand (in Monaten) zwischen dem Datum der Prognose und dem Ende des Referenzquartals. Die Verzerrung ist definiert als die durchschnittliche Differenz zwischen der Prognose und dem tatsächlichen Ergebnis. Eine positive (negative) Verzerrung weist auf eine Überschätzung (Unterschätzung) hin. Die Prognosegüte wird mithilfe des mittleren absoluten Prognosefehlers gemessen. Die BIP-Prognosen werden durch Gegenüberstellung mit der vorläufigen Schnellschätzung des BIP-Wachstums bewertet, die am Ende des ersten Monats des Folgequartals veröffentlicht wird.

Kasten 2

Fallstudie zu Kurzfristprognosen für das BIP-Wachstum im dritten Quartal 2025 in Echtzeit

Sercan Eraslan, Andrea Fabbri und Lorena Saiz

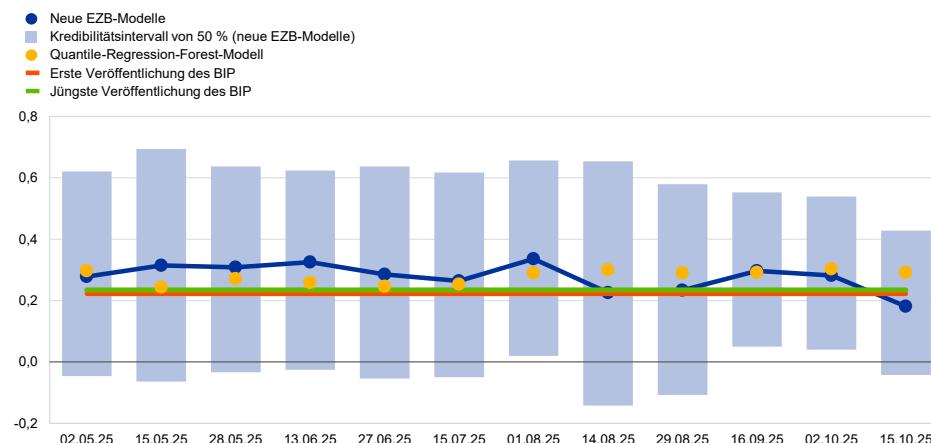
Im vorliegenden Kasten wird anhand eines Beispiels veranschaulicht, wie Kurzfristprognosemodelle zur Vorhersage des BIP-Wachstums in der täglichen Arbeit der EZB verwendet werden. Beispielhaft herangezogen wird hierfür das dritte Quartal 2025. Dabei wird dargestellt, wie sich die Punkt- und Dichteprognosen im Rahmen der neuen EZB-Modelle entwickelt haben. Außerdem wird bewertet, wie neu eingehende Daten die Prognoserevisionen beeinflussen.

Abbildung A zeigt die Sequenz von zwölf Echtzeitprognosen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum für das dritte Quartal 2025, die auf Basis der neuen EZB-Modelle erstellt wurden. Neben den Punktprognosen zeigt die Abbildung die Bandbreite der möglichen Ergebnisse innerhalb eines Kredibilitätsintervalls von 50 %. Die erste Prognose erfolgte Anfang Mai 2025, fünf Monate vor Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung des BIP. Im Anschluss wurden die Prognosen bis zwei Wochen vor der BIP-Veröffentlichung am 30. Oktober im zweiwöchigen Rhythmus aktualisiert. Der Median der Prognose für das BIP-Wachstum schwankte im Prognosezeitraum zwischen 0,2 % und 0,3 % und sank bei der letzten Prognose (Mitte Oktober) auf knapp unter 0,2 %. Diese letzte Prognose entsprach in etwa der vorläufigen Schnellschätzung des BIP, die innerhalb des 50 %-Kredibilitätsintervalls der kombinierten Dichteprognose der neuen EZB-Modelle lag. Die Prognosen des ergänzenden Quantile-Regression-Forest-Modells (QRF-Modell) deckten sich weitgehend mit jenen der neuen EZB-Modelle, wobei der Wert der letzten Prognose leicht über dem tatsächlichen Wert lag.

Abbildung A

Prognosen zum Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2025

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

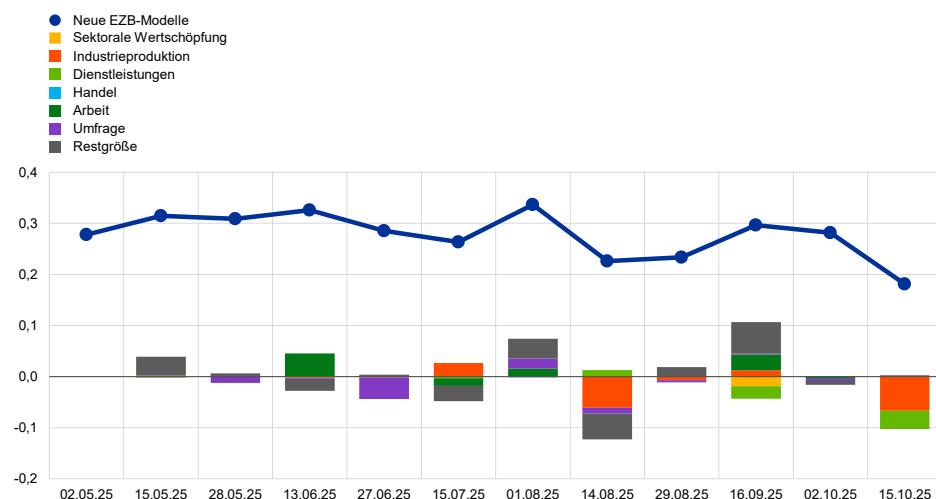
Anmerkung: Die blaue Linie zeigt die aus verschiedenen Prognoseaktualisierungen (x-Achse) auf Basis der neuen EZB-Modelle gewonnenen Punktprognosen zum Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2025. Die Balken veranschaulichen die Bandbreite der möglichen Ergebnisse mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 % (Kreditibilitätsintervall von 50 % oder Interquartilsspanne) auf Basis der neuen EZB-Modelle. Die Punktprognosen des ergänzenden QRF-Modells sind als gelbe Punkte dargestellt. Die rote Linie bezieht sich auf die von Eurostat veröffentlichte vorläufige Schnellschätzung des BIP-Wachstums (30. Oktober) und die grüne Linie auf die Schnellschätzung (14. November).

In Abbildung B wird veranschaulicht, welche Faktoren für die Prognoserevisionen zwischen den aufeinanderfolgenden Aktualisierungen im dritten Quartal 2025 ausschlaggebend waren. Die Balken stellen modellbasierte Überraschungen dar, die zu Revisionen der BIP-Prognosen führen, zusammengefasst zu verschiedenen Indikatorkategorien. So trugen überraschend negative Umfragedaten (violette Balken) von Mai bis Juli 2025 zu Abwärtsrevisionen der BIP-Prognosen bei. Im gleichen Zeitraum führten positive Überraschungen bei den Arbeitsmarktindikatoren und den Daten zur Industrieproduktion (dunkelgrüne bzw. rote Balken) zu einer Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen. Die stärksten Anpassungen erfolgten jedoch später im Prognosezeitraum, und zwar Mitte August und Mitte Oktober. Beide Revisionen waren in erster Linie auf überraschend negative Daten zur Industrieproduktion zurückzuführen, wobei die Abwärtsrevision in der finalen Aktualisierung auch negative Überraschungen bei den Dienstleistungsdaten (hellgrüne Balken) widerspiegelte. Abbildung B zeigt zudem die Auswirkungen von Revisionen historischer Daten auf Prognoserevisionen, die in der Kategorie „Restgröße“ (dunkelgraue Balken) erfasst werden. So war die Aufwärtsrevision der Prognose vom 16. September 2025 primär auf diese Kategorie zurückzuführen und spiegelte vor allem den signifikanten Effekt wider, den die Datenrevisionen zur Industrieproduktion auf die BIP-Wachstumsprognosen hatten.

Abbildung B

Modellbasierte News und Revisionen der Prognosen zum Wachstum des realen BIP für das dritte Quartal 2025

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blaue Linie stellt den Median der Punktprognosen der neuen EZB-Modelle (aus der kombinierten Dichte zweier Brückengleichungen) für das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2025 aus verschiedenen Prognoseaktualisierungen (x-Achse) dar. Die Balken zeigen die Aufschlüsselung der zwischen den aufeinanderfolgenden Aktualisierungen vorgenommenen Prognoserevisionen in News aus den folgenden Indikatorgruppen: Sektorale Wertschöpfung = BIP-Komponenten der sektoralen Wertschöpfung; Industrieproduktion = Indikatoren der Industrieproduktion; Dienstleistungen = Indikatoren für Dienstleistungen und Einzelhandel; Handel = Indikatoren für den internationalen Handel; Arbeit = Arbeitsmarktindikatoren; Umfrage = umfragebasierte Indikatoren; Restgröße = Auswirkungen von Revisionen historischer Daten und Parameter-Neuschätzungen.

5 Schlussbemerkungen

In den vergangenen fünf Jahren stellte eine Reihe großer Schocks die ökonomische Modellierung und die kurzfristigen BIP-Prognosen vor große Herausforderungen. Die Pandemie und die damit verbundenen Lieferkettenstörungen, der Einmarsch Russlands in die Ukraine mit der anschließenden Energiekrise und dem Inflationsschub sowie die in jüngerer Zeit herrschende Handelsunsicherheit haben allesamt zu erheblichen Konjunkturschwankungen und einem dynamischeren und weniger gut vorhersehbaren wirtschaftlichen und politischen Umfeld beigetragen. Infolgedessen hat die Modell- und Prognoseunsicherheit zugenommen.

Als Reaktion auf das sich wandelnde wirtschaftliche Umfeld wurde das Instrumentarium der EZB für Kurzfristprognosen des BIP umfassend aktualisiert. Im Mittelpunkt dieser Überarbeitung stand die Verbesserung der Prognosegüte durch eine Verringerung der Volatilität und der Modellunsicherheit. Es wurde eine zweigleisige Strategie entwickelt, um den Modellrahmen für Kurzfristprognosen zum BIP zu aktualisieren und zu optimieren. Erstens wurden die auf Brückengleichungen beruhenden Standardmodelle umfassend überarbeitet und verbessert. Dabei wurden aktuelle Hilfsmodelle – DFMs und VARs mit zeitvariierender Volatilität – integriert. Darüber hinaus wurden in Anlehnung an die Empfehlungen von Bańbura und Saiz (2020) neu verfügbare Indikatoren, etwa für den Dienstleistungssektor, in den Datensatz aufgenommen. Zweitens wurden

alternative Ansätze untersucht, die auf fortgeschrittenen Methoden des maschinellen Lernens basieren, um die üblichen Standardmodelle zu ergänzen. So wies das QRF-Modell für das BIP-Wachstum im aktuellen Quartal und im darauffolgenden Quartal eine mit den Standardmodellen vergleichbare Prognosegüte auf, wenn die Zeit nach der Pandemie betrachtet wird. Dies ist vor allem deshalb bemerkenswert, weil das auf maschinellem Lernen beruhende Modell rein datengestützt ist, während für Standardmodelle eine sorgfältige Variablenauswahl und Parametrisierung erforderlich ist. Es bleibt jedoch unklar, ob die relativ hohe Prognosegüte des QRF-Modells nur für das aktuelle, stark volatile Umfeld gilt.

Die Zeit nach der Pandemie ist jedoch weiterhin von einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit geprägt. Um möglichst genaue Prognosen erstellen zu können, müssen die Prognosemodelle somit regelmäßig und systematisch ausgewertet und überprüft werden. Wie in der Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB 2025 herausgestellt, wird die Prognosegüte regelmäßig beurteilt. Bei Bedarf werden die Kurzfristprognosemodelle für das BIP-Wachstum überarbeitet. Darüber hinaus sollte die weitere Erforschung neuer Datenquellen und fortgeschrittener Methoden des maschinellen Lernens eine Priorität bleiben, um die kurzfristigen Konjunkturprognosen weiter zu verbessern.

Literaturverzeichnis

- Almuzara, M., Baker, K., O'Keeffe, H. und Sbordone, A. (2023), [The New York Fed Staff Nowcast 2.0](#), New York Fed Staff Nowcast Technical Paper, Federal Reserve Bank of New York, Juni.
- Andersson, M., Blatnik, N., Byrne, S., Emter, L., González Pardo, B., Jarvis, V., Schmitz, M., Zorell, N. und Zwick, C. (2024), [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 350, Juni.
- Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. und Petrella, I. (2017), [Tracking the slowdown in long-run GDP growth](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 99, Nr. 2, Mai, S. 343-356.
- Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. und Petrella, I. (2024), [Advances in nowcasting economic activity: The role of heterogeneous dynamics and fat tails](#), Journal of Econometrics, Bd. 238, Nr. 2, Januar.
- Bańbura, M. und Modugno, M. (2014), [Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 29, Nr. 1, S. 133-160.
- Bańbura, M. und Saiz, L. (2020), [Kurzfristige Konjunkturprognosen der EZB für das Euro-Währungsgebiet](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2020.

Battistini, N., de Bondt, G., de Santis, R. A. und Saiz, L. (2020), [Beurteilung der kurzfristigen Wirtschaftsentwicklung in Zeiten von Covid-19](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2020.

Camacho, M. und Pérez-Quirós, G. (2010), [Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 25, Nr. 4, Juni/Juli, S. 663-694.

Carriero, A., Clark, T. E., Marcellino, M. und Mertens, E. (2024), [Addressing COVID-19 Outliers in BVARs with Stochastic Volatility](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 106, Nr. 5, September, S. 1403-1417.

Chan, J. C., Poon, A. und Zhu, D. (2023), [High-dimensional conditionally Gaussian state space models with missing data](#), Journal of Econometrics, Bd. 236, Nr. 1, September.

Deutsche Bundesbank (2023), [Modelle zur kurzfristigen Konjunkturprognose während der jüngsten Krisen](#), Monatsbericht, 75. Jahrgang, Nr. 9, September, S. 63-81.

Meinshausen, N. (2006), [Quantile Regression Forests](#), Journal of Machine Learning Research, Bd. 7, S. 983-999.

Lenza, M., Moutachaker, I. und Paredes, J. (2025), [Density forecasts of inflation: A quantile regression forest approach](#), European Economic Review, Bd. 178, September.

Linzenich, J. und Meunier, B. (2024), [Nowcasting made easier: a toolbox for economists](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3004, Dezember.

Lundberg, S. M., Erion, G. G. und Lee, S. I. (2019), [Consistent Individualized Feature Attribution for Tree Ensembles](#), arXiv.

Panagiotelis, A. und Smith, M. (2008), [Bayesian density forecasting of intraday electricity prices using multivariate skew t distributions](#), International Journal of Forecasting, Bd. 24, Nr. 4, S. 710-727.

Probst, P., Wright, M. N. und Boulesteix, A.-L. (2019), [Hyperparameters and tuning strategies for random forest](#), WIREs Data Mining and Knowledge Discovery, Bd. 9, Nr. 3, Mai/Juni.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

- Die Statistiken der EZB können im ECB Data Portal abgerufen werden: <https://data.ecb.europa.eu/>
- Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal: <https://data.ecb.europa.eu/publications>
- Methodische Definitionen sowie allgemeine und technische Erläuterungen zu den Statistiktabellen (General Notes, Technical Notes) sind im Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal enthalten: <https://data.ecb.europa.eu/methodology>
- Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB: www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)				
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3,5	2,5	5,1	1,3	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	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
2024 Q4	0,9	0,5	0,2	0,3	1,5	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 Q1	0,8	-0,2	0,7	0,4	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
Q2	0,9	0,9	0,3	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
Q3	.	.	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
2025 Juni	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
Juli	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
Aug.	-	-	-	-	-	-	2,9	3,8	2,7	-0,4	2,0
Sept.	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,0	0,2	2,1
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	3,2	-	-	2,1

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 Konjunkturentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

Ins- gesamt	Bruttoinlandsprodukt (BIP)										Außenbeitrag ¹⁾		
	Inländische Verwendung				Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Außenbeitrag ¹⁾			
	Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	1	Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum		2	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>													
2022	13 757,9	13 486,6	7 258,1	2 941,9	3 017,6	1 555,4	871,5	584,5	269,0	-271,3	7 421,7	7 150,4	
2023	14 663,7	14 137,7	7 750,7	3 097,3	3 214,9	1 641,8	929,2	637,6	74,8	-525,9	7 378,5	6 852,5	
2024	15 231,4	14 563,9	8 029,7	3 259,8	3 209,9	1 648,3	922,9	632,4	64,5	-667,5	7 489,3	6 821,8	
2024 Q4	3 866,3	3 705,1	2 032,0	830,6	815,5	416,4	232,2	165,3	27,0	-161,2	1 885,7	1 724,5	
2025 Q1	3 905,6	3 745,9	2 055,0	835,8	836,9	421,3	232,0	182,0	18,2	-159,7	1 931,9	1 772,2	
Q2	3 936,6	3 775,3	2 066,2	845,8	829,1	423,4	234,1	169,8	34,3	-161,3	1 911,9	1 750,6	
Q3	3 969,1	3 813,9	2 080,5	856,6	840,7	426,2	237,4	175,4	36,1	-155,2	1 924,5	1 769,3	
<i>In % des BIP</i>													
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-	
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>													
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2024 Q4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,2	-	-	0,1	0,1	
2025 Q1	0,6	0,5	0,2	0,0	2,6	0,5	0,0	11,4	-	-	2,3	2,2	
Q2	0,1	0,3	0,3	0,4	-1,7	0,0	0,5	-8,5	-	-	-0,4	-0,1	
Q3	0,3	0,5	0,2	0,7	0,9	0,0	1,1	3,1	-	-	0,7	1,3	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2022	3,6	4,0	5,3	1,3	2,1	-0,1	4,1	4,9	-	-	7,3	8,4	
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,0	2,2	6,3	-	-	-1,2	-2,0	
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,4	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1	
2024 Q4	1,3	1,6	1,8	2,2	-2,1	-0,5	-1,0	-7,3	-	-	0,4	0,9	
2025 Q1	1,6	2,3	1,5	2,1	2,4	0,4	-0,4	11,3	-	-	2,5	4,0	
Q2	1,6	2,6	1,6	1,5	3,2	1,1	-0,7	15,8	-	-	0,5	2,7	
Q3	1,4	1,7	1,1	1,7	2,5	1,4	2,6	5,3	-	-	2,7	3,6	
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>													
2024 Q4	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-	
2025 Q1	0,6	0,5	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-	
Q2	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-	
Q3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-	
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>													
2022	3,6	3,9	2,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-	
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,0	0,4	-	-	
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-	
2024 Q4	1,3	1,5	1,0	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	-	-	
2025 Q1	1,6	2,2	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-	
Q2	1,6	2,5	0,8	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,7	-1,0	-	-	
Q3	1,4	1,7	0,6	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,3	-	-	

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 Konjunkturentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Bau- gewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Informa- tion und Kommunikation	Finanz- und Versiche- rungsdienstleis- tungen	Grund- stücks- und Woh- nungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erzie- hung und Unterricht, Gesundheits- und Sozial- wesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienstleis- tungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2022	12 365,4	217,8	2 423,2	647,7	2 360,6	638,7	543,7	1 340,4	1 491,1	2 319,4	382,8	1 392,5
2023	13 265,9	224,4	2 615,9	710,9	2 462,9	697,3	600,3	1 472,4	1 614,5	2 455,4	411,8	1 397,8
2024	13 715,2	233,5	2 579,1	731,4	2 550,1	734,1	633,3	1 536,5	1 690,4	2 595,0	431,9	1 516,1
2024 Q4	3 480,3	59,6	661,3	183,8	644,2	187,2	159,3	386,0	428,4	661,2	109,2	386,0
2025 Q1	3 508,8	60,3	665,6	186,9	648,5	188,9	160,9	387,7	431,1	668,4	110,5	396,8
Q2	3 541,8	62,0	666,4	189,6	654,6	191,1	161,9	390,6	436,1	677,4	112,3	394,8
Q3	3 567,8	63,2	666,1	190,6	658,3	193,5	164,7	393,0	441,2	684,2	113,0	401,3
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2024 Q4	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 Q1	0,6	1,4	2,0	0,6	0,3	0,8	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2
Q2	0,2	-1,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,4	0,0	0,3	0,2	0,3	0,0
Q3	0,3	0,5	0,0	0,0	0,4	0,9	1,0	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2022	4,0	-0,5	0,7	-0,4	8,8	6,6	-2,1	2,4	5,9	2,8	17,3	0,7
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,7	-2,6	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,7
2024	0,9	-0,5	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 Q4	1,0	0,3	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	1,0	1,8	1,9	5,0
2025 Q1	1,5	1,0	3,0	-0,4	0,9	3,4	0,0	0,9	1,2	1,7	1,3	2,7
Q2	1,4	1,1	2,9	0,2	1,1	3,6	-0,2	0,8	0,7	1,3	1,1	2,8
Q3	1,4	1,7	2,3	0,7	1,3	3,1	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,2	1,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2024 Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 Q1	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,2	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	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 Q4	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
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	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunkturentwicklung

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	Grundstückswesen und Wohnungs- wesen	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													
Gewichte in %													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
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	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2022	2,4	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,6	3,3	5,8	0,1	3,5	3,9	1,5	1,1
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	0,9	1,0	0,6	-0,9	0,3	0,9	1,1	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	0,7
2024 Q4	0,7	0,8	0,3	-2,2	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3
2025 Q1	0,8	0,9	0,1	-1,5	-0,2	0,8	0,6	1,0	1,5	3,0	0,7	1,4	1,0
Q2	0,7	0,7	0,8	-1,9	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,3	3,4	1,0	1,1	0,3
Q3	0,6	0,6	0,5	-1,6	-0,2	1,5	0,5	-0,1	1,3	2,7	0,9	1,0	0,7
Geleistete Arbeitsstunden													
Gewichte in %													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
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
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2022	3,8	3,9	3,3	-1,0	1,3	4,3	7,6	6,2	-0,6	5,7	4,7	1,1	4,8
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	1,5	0,0	1,2	1,8	1,1
2024 Q4	1,0	1,2	0,2	-1,6	-0,1	0,8	1,2	1,6	0,9	1,9	0,8	1,9	1,2
2025 Q1	0,4	0,6	-0,7	-2,4	-0,8	0,6	0,2	1,0	1,0	2,4	0,3	1,2	1,7
Q2	0,3	0,5	-0,2	-2,6	-0,8	1,3	0,4	0,2	1,0	2,5	0,6	0,7	1,2
Q3	0,8	0,9	0,5	-2,3	0,0	1,5	0,8	-0,3	1,3	3,8	1,1	1,2	1,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2022	1,3	1,3	1,8	-0,3	0,1	0,7	4,2	0,4	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
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	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,3	0,4
2024 Q4	0,2	0,4	-0,1	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,3	-0,8	1,6	0,6	0,6	0,9
2025 Q1	-0,4	-0,2	-0,8	-0,9	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,6
Q2	-0,4	-0,2	-0,9	-0,7	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
Q3	0,2	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	1,1	0,3	0,2	0,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunkturentwicklung

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⁾ In % der Stellen insge- sammt 14	
		Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾ 5	Nach Alter				Nach Geschlecht						
		In Mio.	In % der Er- werbs- personen 4		Erwachsene	Jugendliche			Männer		Frauen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Gewichte in % (2020)		100,0		78,7		21,3		51,2		48,8					
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,651	7,2	3,2	
2023	169,704	2,9	11,166	6,6	2,4	8,874	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1	
2024	171,293	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,592	6,1	5,326	6,6	2,6	
2024 Q4	171,634	2,8	10,634	6,2	2,0	8,359	5,4	2,275	14,4	5,469	6,0	5,165	6,4	2,5	
2025 Q1	172,628	2,8	10,988	6,4	2,1	8,630	5,5	2,358	14,8	5,609	6,1	5,379	6,6	2,4	
Q2	173,027	2,8	11,092	6,4	2,1	8,756	5,6	2,336	14,7	5,735	6,2	5,357	6,6	2,3	
Q3	173,021	2,8	11,110	6,4	2,0	8,750	5,6	2,360	14,9	5,694	6,2	5,416	6,7	2,1	
2025 Mai	-	-	11,040	6,4	-	8,699	5,5	2,341	14,7	5,723	6,2	5,317	6,6	-	
Juni	-	-	11,052	6,4	-	8,725	5,6	2,327	14,6	5,701	6,2	5,351	6,6	-	
Juli	-	-	11,004	6,4	-	8,711	5,5	2,293	14,5	5,658	6,2	5,346	6,6	-	
Aug.	-	-	11,010	6,4	-	8,706	5,5	2,304	14,6	5,658	6,2	5,352	6,6	-	
Sept.	-	-	11,046	6,4	-	8,704	5,5	2,342	14,8	5,668	6,2	5,378	6,6	-	
Okt.	-	-	11,033	6,4	-	8,681	5,5	2,352	14,8	5,652	6,1	5,381	6,6	-	

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, aktualisiert am 13. September 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).

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produk- tion im Bau- gewerbe 7	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistung- sektor ¹⁾ 12	Pkw- Neuzulas- sungen 13			
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt 8	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren 9	Sonstige Waren 10	Kraft- stoffe 11					
	Ins- gesamt 1	Verarbei- tendes Gewerbe 2	Vorleis- tungs- güter 3	Investi- tions- güter 4	Konsum- güter 5	Energie 6										
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0			
Veränderung gegen Vorjahr in %																
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	10,0	-4,3			
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,1	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6			
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	0,0	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1			
2024 Q4	-1,6	-1,9	-2,5	-4,0	2,2	0,3	-0,1	2,3	1,1	3,1	0,9	2,0	-2,2			
2025 Q1	1,5	1,6	-1,0	-1,7	9,5	0,7	-0,3	2,4	1,4	3,1	1,6	2,8	-2,8			
Q2	1,3	1,3	-1,3	0,5	6,0	1,2	0,8	3,0	2,2	3,6	3,9	2,4	-0,8			
Q3	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	0,5	1,9	1,0	2,8	1,4	2,7	6,1			
2025 Mai	3,0	3,0	-1,6	2,9	9,2	2,3	0,7	2,3	1,0	3,0	2,8	2,4	5,8			
Juni	0,6	0,5	-1,4	-0,6	4,4	3,0	-0,1	3,8	2,6	4,7	4,3	3,5	-11,6			
Juli	1,9	2,2	-0,9	2,1	6,2	0,3	0,7	2,6	1,2	4,1	2,2	2,9	6,7			
Aug.	1,2	1,5	-1,6	-0,1	7,3	-0,7	1,0	1,8	0,9	2,7	0,8	2,4	7,7			
Sept.	1,2	1,2	0,4	1,1	1,9	2,0	-0,4	1,2	0,9	1,5	1,1	2,7	4,0			
Okt.	2,0	1,5	0,5	0,5	4,5	4,5	0,5	1,5	0,9	2,1	1,8	.	5,3			
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)																
2025 Mai	1,0	0,6	-1,6	1,1	6,3	3,5	-1,4	-0,2	-0,5	0,0	-1,0	0,3	-1,4			
Juni	-0,7	-0,7	0,0	-1,4	-3,9	1,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,8	0,1	-5,5			
Juli	0,6	0,9	0,5	1,8	2,0	-1,9	0,6	-0,1	-0,7	0,6	-1,2	0,3	4,9			
Aug.	-1,0	-1,0	-0,2	-1,9	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,8			
Sept.	0,2	-0,3	0,3	0,1	-2,3	1,1	-0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2			
Okt.	0,8	0,6	0,3	0,5	1,4	1,1	0,9	0,0	0,3	-0,2	0,3	.	0,7			

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							
	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauens-indikator für die Verbraucher	Vertrauens-indikator für das Baugewerbe	Vertrauens-indikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Kapazitätsauslastung (in %)
	Vertrauens-indikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauens-indikator für den Dienstleistungssektor	Vertrauens-indikator für den Dienstleistungssektor	
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999-2021								
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1
2025			77,6					90,0
2025 Q1	95,5	-11,3	77,2	-14,1	-3,3	-5,8	4,4	90,3
Q2	94,4	-11,0	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,4	89,8
Q3	95,6	-10,3	77,8	-15,0	-3,3	-6,9	4,1	89,9
Q4			78,0					90,1
2025 Juni	94,2	-11,8		-15,3	-2,9	-7,6	3,2	
Juli	95,8	-10,4	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,3	89,9
Aug.	95,4	-10,2		-15,5	-3,5	-6,3	4,0	
Sept.	95,7	-10,3		-14,9	-3,2	-7,7	3,9	
Okt.	96,8	-8,5	78,0	-14,2	-2,5	-6,9	4,2	90,1
Nov.	97,0	-9,3		-14,2	-1,7	-5,7	5,7	

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

Sparquote (brutto)	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Schuldenquote	Realverfügbares 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	12,5	2,5	8,1	37,9	5,2	72,6	4,9	9,9	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,8	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,8
2024	15,2	81,7	2,4	2,3	-2,8	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	-2,4	0,9
2024 Q3	15,1	82,1	2,7	2,3	-2,5	5,9	2,9	35,7	4,7	67,4	1,9	3,7	0,9
Q4	15,2	81,7	2,3	2,3	-1,6	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	2,6	0,9
2025 Q1	15,2	81,3	1,1	2,4	0,2	4,5	4,6	35,5	3,8	67,0	2,8	8,2	1,7
Q2	15,2	81,5	1,3	2,6	2,8	4,9	4,7	35,3	3,5	66,3	2,6	11,8	1,6

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 Konjunkturentwicklung

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

	Leistungsbilanz										Vermögens-änderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundär-einkommen		
	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
2024 Q4	1 486,3	1 412,3	74,0	703,7	622,3	381,9	334,7	352,2	351,5	48,6	103,7	35,7
2025 Q1	1 552,7	1 485,4	67,3	758,1	644,1	391,8	363,4	354,3	390,8	48,5	87,1	31,9
Q2	1 498,1	1 408,2	89,9	713,8	627,5	387,4	346,2	348,3	339,0	48,5	95,5	18,6
Q3	1 485,8	1 410,6	75,2	708,3	628,3	387,6	349,3	341,0	335,9	48,9	97,1	22,7
2025 April	498,6	475,9	22,7	239,4	207,9	127,2	117,3	115,6	118,2	16,4	32,5	5,8
Mai	501,4	470,9	30,5	238,4	205,8	129,2	114,7	117,7	119,0	16,1	31,4	5,9
Juni	498,1	461,5	36,7	236,1	213,9	131,1	114,2	115,0	101,8	16,0	31,6	6,9
Juli	497,0	467,1	29,9	236,2	211,6	128,1	115,6	116,1	107,5	16,5	32,4	9,1
Aug.	492,3	470,1	22,2	233,3	208,1	129,7	116,1	113,0	113,8	16,4	32,2	5,9
Sept.	496,5	473,4	23,1	238,9	208,6	129,7	117,7	111,9	114,6	16,0	32,5	7,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2025 Sept.	6 022,9	5 716,5	306,3	2 884,0	2 522,3	1 548,6	1 393,7	1 395,7	1 417,1	194,5	383,5	108,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2025 Sept.	38,4	36,5	2,0	18,4	16,1	9,9	8,9	8,9	9,0	1,2	2,4	0,7
Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												

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:		
			Insgesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter		Gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												
2024 Q4	1,3	2,5	716,2	335,9	139,8	226,7	594,5	687,5	382,2	113,8	172,8	496,8
2025 Q1	8,0	7,9	769,4	377,6	145,4	230,8	641,1	708,7	400,0	115,1	178,1	508,6
Q2	0,1	1,8	725,7	338,6	139,6	229,7	604,7	692,1	383,0	117,4	176,3	505,9
Q3	1,5	1,8	723,9	339,2	145,3	223,6	601,2	688,7	376,2	119,0	175,6	508,6
2025 Mai	1,3	-0,9	243,7	115,7	46,4	76,0	203,4	227,4	125,7	38,3	58,1	165,6
Juni	0,7	6,9	237,7	108,7	46,6	76,0	197,2	234,8	128,4	40,4	60,3	172,9
Juli	0,6	2,9	239,0	109,9	49,5	75,3	198,2	231,9	127,5	39,8	59,4	170,5
Aug.	-4,4	-3,5	237,1	109,1	47,8	74,1	195,8	226,9	123,9	39,1	57,7	167,4
Sept.	7,7	5,7	247,8	120,3	48,0	74,2	207,2	229,8	124,9	40,1	58,6	170,7
Okt.	1,0	-3,6	236,3	.	.	.	192,6	222,3	.	.	.	163,2
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)												
2024 Q4	-2,3	1,7	93,8	87,2	90,6	108,0	94,1	100,1	95,4	98,3	109,7	100,3
2025 Q1	0,6	2,1	98,0	93,3	94,4	108,3	98,7	100,7	96,2	98,3	110,8	101,1
Q2	-2,7	1,2	94,1	87,3	90,6	109,0	94,4	101,0	95,5	101,5	111,3	101,5
Q3	0,3	3,0	95,1	88,2	94,5	106,7	95,3	101,9	96,1	103,9	111,5	103,2
2025 April	-5,8	-2,5	93,6	87,2	89,5	108,1	93,8	99,6	94,8	100,0	108,5	100,2
Mai	-0,7	0,0	95,6	89,7	91,7	109,3	96,1	100,1	94,9	99,4	110,3	100,1
Juni	-1,4	6,4	93,2	85,1	90,7	109,6	93,2	103,2	96,8	105,2	115,3	104,3
Juli	0,0	3,8	94,8	86,5	96,4	107,9	94,9	102,1	96,6	103,7	111,5	103,1
Aug.	-5,7	-1,4	93,8	86,2	94,5	106,3	93,7	101,5	95,8	103,9	110,5	103,0
Sept.	6,0	6,2	96,7	91,8	92,6	105,9	97,4	102,1	95,8	104,1	112,4	103,6
Quellen: EZB und Eurostat. 1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 2.8) und durch Eurostat (Tabelle 2.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen. 2) Gemäß der Systematik der Güter nach großen Wirtschaftskategorien (Broad Economic Categories).												

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

Index: 2015 =100	Insgesamt			Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾								Administrierte Preise	
	Insgesamt	Insgesamt	Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmitte	Unverarbeitete Nahrungsmitte	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI	Administrierte Preise	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 Q4	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,9	0,2	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 Q1	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
Q2	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,3	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0
Q3	129,3	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7	2,0	2,8
2025 Juni	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,2	0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	1,9	2,8
Juli	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,2	0,9	0,2	1,0	0,2	1,9	2,9
Aug.	129,3	2,0	2,3	1,1	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,4	2,0	2,7
Sept.	129,4	2,2	2,4	1,4	3,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,2	2,2	2,7
Okt.	129,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,4	2,1	2,4
Nov.	129,3	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,9	0,2	2,1	2,4

	Waren						Dienstleistungen							
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeidienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie	Insgesamt	Wohnungsmieten	22	23	24	25		
Gewichte in % (2024)	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3		
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1		
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0		
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0		
2024 Q4	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0		
2025 Q1	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1		
Q2	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9		
Q3	3,2	2,6	5,2	0,1	0,8	-1,6	3,2	2,9	3,7	-1,2	3,2	3,8		
2025 Juni	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7		
Juli	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9		
Aug.	3,2	2,6	5,5	0,0	0,8	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,7	3,1	3,8		
Sept.	3,0	2,6	4,7	0,5	0,8	-0,4	3,2	2,9	3,3	-0,1	3,4	3,7		
Okt.	2,5	2,3	3,2	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	0,6	3,4	3,7		
Nov.	2,4	2,2	3,2	0,3	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,4	0,1	3,9	3,7		

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

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

Insgesamt (Index: 2021 = 100)	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾											Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimenteller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾			
	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Energie									
	Insgesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter											
1	2	3	4	5	6	Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungs- mittel	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7							
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4				
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2				
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5				
2024 Q4	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,3				
2025 Q1	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,3					
Q2	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	0,9	5,1					
Q3	124,1	-0,2	0,4	1,0	-0,2	1,8	2,3	1,8	1,5	-2,5	1,5						
2025 Mai	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-	-			
Juni	124,0	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,8	1,5	0,0	-	-	-	-			
Juli	124,5	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,8	1,6	-1,0	-	-	-	-			
Aug.	124,0	-0,6	0,3	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,4	-4,1	-	-	-	-			
Sept.	123,9	-0,2	0,8	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,7	1,5	-2,4	-	-	-	-			
Okt.	124,0	-0,5	0,5	0,9	0,1	1,7	1,9	1,1	1,5	-3,9	-	-	-	-			

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](#)).

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

Insgesamt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	BIP-Deflatoren						Ölpreise (Brent- Kassakurs, USD)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)								
	Insgesamt		Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾			
	Insgesamt	Insgesamt	Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				In- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel	In- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel	
	1	2	3	4	5	6				7	8	9	10	11	12	
Gewichte in %										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2022	107,4	5,2	7,1	6,8	4,4	8,1	12,9	17,6	103,8	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9	
2023	113,9	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0	
2024	117,3	3,0	2,4	2,3	2,9	1,9	0,9	-0,4	82,0	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5	
2024 Q4	118,4	2,4	1,8	1,7	2,3	1,9	1,8	0,4	75,8	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8	
2025 Q1	119,0	2,2	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	2,0	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2	
Q2	119,7	2,4	2,1	1,9	2,7	2,1	0,5	-0,3	68,9	-2,0	1,9	-6,2	-2,3	0,6	-6,0	
Q3	120,4	2,4	2,2	2,1	2,6	1,8	0,2	-0,5	69,9	-0,7	-0,2	-1,1	-1,8	-1,8	-1,9	
2025 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	72,9	-3,3	-1,0	-5,7	-3,3	-1,2	-6,0	
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	72,2	-3,2	-3,8	-2,5	-3,3	-3,5	-3,1	
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8	
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,7	-1,8	-1,6	
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-2,1	-3,4	-0,8	-3,8	-5,3	-2,0	
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-5,0	-8,8	-0,6	-6,4	-9,7	-2,1	

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.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

Verarbeitendes Gewerbe	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate	
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)					
	1	2	3	4		
1999-2021	29,8	22,6	9,5	17,5	28,6	
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	
2024 Q4	7,4	13,8	14,9	4,8	48,8	
2025 Q1	10,1	16,7	14,7	4,6	50,3	
Q2	8,2	16,2	14,0	3,2	49,3	
Q3	7,8	16,8	13,7	2,8	47,7	
2025 Juni	6,0	16,3	13,4	2,1	49,1	
Juli	9,1	16,8	13,8	3,2	49,0	
Aug.	7,0	16,8	14,8	0,9	47,1	
Sept.	7,3	16,9	12,6	4,4	47,1	
Okt.	7,8	16,2	12,2	6,6	48,0	
Nov.	9,9	18,4	13,3	7,9	47,5	

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

3.5 Arbeitskostenindizes

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

Gewichte in % (2020)	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienst ¹⁾
	1	2	Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	6	
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	7
2022	105,6	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	3,0
2023	110,4	4,6	4,5	4,8	4,9	4,0	4,4
2024	115,6	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 Q4	122,5	3,7	4,1	2,6	4,0	3,2	4,1
2025 Q1	112,3	3,7	3,6	3,9	4,2	2,6	2,5
Q2	124,2	3,9	3,8	4,3	4,4	3,0	4,0
Q3	115,5	3,3	3,0	4,0	3,3	3,1	1,9

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										Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
			Land- und Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastrono- mie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücke- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstleis- tungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Lohnstückkosten													
2022	102,8	3,2	4,2	4,5	8,4	0,7	2,1	5,4	6,0	3,7	2,1	-6,7	
2023	109,4	6,4	6,4	8,3	4,6	7,7	2,4	9,7	3,3	5,5	5,1	3,4	
2024	114,3	4,5	3,3	5,4	5,9	4,5	3,0	3,5	1,1	3,6	4,7	3,9	
2024 Q4	115,4	3,5	2,1	4,6	5,7	4,3	3,0	1,7	1,5	3,7	3,7	2,7	
2025 Q1	116,1	3,0	1,9	0,0	5,1	3,9	1,5	4,5	4,2	3,8	4,0	3,2	
Q2	117,3	3,1	1,8	0,4	5,6	3,3	0,6	5,8	5,8	4,6	3,9	4,1	
Q3	118,3	3,2	1,7	1,3	4,4	3,1	1,1	4,2	6,0	3,7	3,9	5,7	
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer													
2022	109,0	4,5	4,5	3,9	4,2	6,1	2,8	3,0	4,8	5,7	3,4	8,3	
2023	114,8	5,3	4,7	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3	
2024	119,9	4,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8	
2024 Q4	121,6	4,1	4,8	3,9	4,0	4,2	4,3	2,2	2,8	4,5	4,1	4,4	
2025 Q1	122,8	3,9	4,5	3,2	3,9	4,2	3,9	2,9	2,0	4,3	4,3	3,5	
Q2	124,1	4,0	4,9	3,6	4,6	3,5	3,7	4,3	3,1	4,3	4,1	4,8	
Q3	125,3	4,0	5,0	3,8	3,6	3,9	4,3	3,8	4,1	3,7	4,2	4,7	
Arbeitsproduktivität je Erwerbstägigen													
2022	106,1	1,2	0,2	-0,5	-3,9	5,4	0,7	-2,2	-1,1	2,0	1,3	16,0	
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,2	-2,1	2,5	-3,4	0,1	0,3	-0,3	1,8	
2024	104,9	0,0	0,4	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9	
2024 Q4	105,3	0,6	2,6	-0,6	-1,6	-0,1	1,3	0,4	1,2	0,8	0,4	1,7	
2025 Q1	105,7	0,9	2,5	3,2	-1,1	0,3	2,3	-1,6	-2,0	0,5	0,3	0,3	
Q2	105,7	0,8	3,0	3,2	-0,9	0,2	3,1	-1,4	-2,5	-0,3	0,2	0,7	
Q3	105,8	0,7	3,3	2,5	-0,8	0,7	3,2	-0,4	-1,8	0,0	0,3	-0,9	
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde													
2022	103,4	3,2	5,8	3,9	4,0	1,7	2,5	3,6	3,3	4,4	3,8	4,9	
2023	108,5	4,9	4,1	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5	
2024	113,1	4,2	3,7	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,8	4,0	4,4	4,5	
2024 Q4	114,2	3,7	3,7	4,0	3,9	3,8	4,0	2,8	2,7	3,7	3,5	4,0	
2025 Q1	115,7	4,1	4,7	3,8	4,1	4,3	3,8	3,4	2,5	4,5	4,5	2,9	
Q2	116,9	4,2	4,7	4,1	4,1	3,6	3,9	4,6	4,1	4,7	4,6	4,1	
Q3	117,8	3,8	6,0	3,6	3,4	3,3	4,8	4,0	4,2	3,6	4,1	4,0	
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde													
2022	100,1	-0,1	0,5	-0,6	-4,6	1,2	0,3	-1,6	-3,2	1,2	1,7	11,9	
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1	
2024	98,7	-0,2	0,0	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5	
2024 Q4	98,7	0,3	1,9	-0,5	-1,7	-0,1	1,0	1,3	-0,3	0,2	-0,1	0,8	
2025 Q1	99,5	1,2	3,5	3,8	-0,9	0,8	2,3	-1,1	-1,4	0,8	0,4	-0,4	
Q2	99,5	1,2	3,7	3,8	-1,1	0,7	3,4	-1,2	-1,7	0,1	0,6	-0,1	
Q3	99,4	0,6	4,1	2,3	-0,8	0,5	3,5	-0,3	-2,9	-0,3	0,1	-1,8	

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)			
	1	2	3	4	5	6	7	
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03	
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04	
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12	
2025	Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov.	2,01 1,92 1,92 1,92 1,93 1,93	1,93 1,89 1,89 1,90 1,91 1,91	1,98 1,99 2,02 2,03 2,03 2,04	2,05 2,06 2,08 2,10 2,11 2,13	2,08 2,08 2,11 2,17 2,19 2,22	4,32 4,34 4,34 4,30 4,20 3,97	0,48 0,48 0,48 0,48 0,48 0,48

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{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
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
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	Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov.	1,86 1,90 1,94 1,94 1,90 1,95	1,82 1,89 1,94 1,94 1,90 1,96	1,84 1,94 2,25 1,99 1,95 2,01	2,16 2,25 2,76 2,27 2,23 2,28	0,86 0,87 0,89 0,83 0,82 0,81	0,32 0,33 0,45 0,58 0,45 0,47	0,82 0,87 0,88 0,82 0,89 1,02	1,80 1,91 1,89 1,97 1,93 1,99	1,96 2,08 2,03 2,12 2,08 2,13	2,76 2,83 2,83 2,82 2,76 3,64	3,48 3,58 3,72 3,63 3,56 3,64

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen											
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahme Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2025	Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov.	561,8 566,7 571,9 572,8 594,4 593,5	5 325,1 5 351,7 5 373,8 5 408,0 5 641,1 5 634,1	972,2 261,1 964,5 947,6 940,9 927,2	257,8 157,2 254,6 257,8 266,6 266,6	162,5 134,4 152,4 148,6 150,6 152,1	317,4 324,3 348,1 344,7 345,2 353,1	1 161,2 1 192,4 1 188,0 1 198,6 1 246,9 1 210,9	1 110,0 1 098,2 1 048,5 1 083,0 1 194,5 1 153,6	457,0 454,6 452,3 445,8 478,4 499,4	367,1 358,5 357,4 350,4 354,1 340,0	801,4 805,9 835,5 840,5 905,0 913,0	6 030,0 6 296,5 6 408,9 6 584,0 6 735,7 6 740,9	38 458,3 40 173,0 42 299,9 44 218,5 48 521,1 50 111,1

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				Revolverende Kredite und Überziehungs-kredite	Echte Kreditkarten-kredite	Konsumentenkredite		Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite						Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungs-kosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾		Mit anfänglicher Zinsbindung				Effektiver Jahreszinssatz ³⁾			
			1	2			5	6		7	8	9	10	11	12	13	
2024	Nov.	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
	Dez.	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39
2025	Jan.	0,34	1,75	2,33	2,41	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,42	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
	Febr.	0,32	1,55	2,20	2,35	7,75	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	7,41	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	7,27	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	7,35	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,53	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
	Okt.	0,25	1,21	1,78	2,17	7,38	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31

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 Zinskosten 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				Revolverende Kredite und Überziehungs-kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)								Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungs-kosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Bis zu 2 Jahren		Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		1	2	3		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024	Nov.	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
	Dez.	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,78	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36
2025	Jan.	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,18	3,87	3,65	4,25
	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	3,45
	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.	0,52	1,91	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,51	3,42	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	
		Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten					
		Insgesamt	FMKGs	5	6	7					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2022	19 196,7	4 398,8	3 249,2	1 475,5	1 527,2	10 021,5	9 266,0	8 688,0	531,1	1 286,4	6 869,9
2023	20 998,1	5 068,7	3 403,6	1 537,1	1 634,6	10 891,2	10 109,6	9 673,3	625,3	1 418,9	7 628,6
2024	22 132,5	5 349,7	3 710,2	1 645,8	1 723,4	11 349,3	10 510,3	10 151,6	755,1	1 585,6	7 810,4
Juni	22 744,4	5 448,2	3 787,3	1 722,7	1 803,5	11 705,4	10 849,9	10 914,2	1 012,8	1 802,3	8 098,7
Juli	22 821,7	5 475,3	3 837,7	1 727,9	1 817,8	11 690,9	10 832,6	11 056,7	1 097,7	1 814,0	8 144,6
Aug.	22 841,8	5 502,3	3 852,7	1 741,7	1 809,0	11 677,8	10 820,2	11 086,0	1 119,5	1 838,4	8 127,6
Sept.	22 934,8	5 473,6	3 865,7	1 754,8	1 826,4	11 769,1	10 899,6	11 312,2	1 165,1	1 870,9	8 275,7
Okt.	23 109,6	5 516,1	3 899,9	1 753,9	1 840,2	11 853,4	10 974,6	11 527,1	1 164,1	1 855,4	8 507,2
Nov.	23 234,9	5 558,2	3 945,0	1 777,0	1 853,4	11 878,4	10 990,4	11 503,9	1 204,0	1 857,3	8 442,1
Wachstumsraten ¹⁾											
2025 April	4,4	1,8	8,1	9,6	2,1	4,8	4,7	-0,1	-2,0	-0,3	0,1
Mai	4,8	3,5	8,0	8,8	3,3	4,6	4,6	-0,1	-1,7	-0,2	0,1
Juni	5,2	4,7	9,2	11,0	3,2	4,6	4,5	-0,2	-0,9	-0,7	-0,1
Juli	5,5	4,9	9,3	11,0	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,4	0,0
Aug.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,6	4,6	-0,1	-0,5	-0,5	0,0
Sept.	5,1	3,7	9,4	11,5	3,4	4,7	4,7	0,0	0,7	-0,6	0,0
Okt.	5,2	4,0	9,5	10,0	3,2	4,7	4,6	-0,1	0,6	-0,7	0,0
Nov.	5,7	5,0	9,7	9,7	3,7	5,0	4,7	-0,1	0,4	-0,7	-0,1

Quelle: EZB

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-18						EWK-41		
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8	
2022	95,3	90,8	93,2	84,2	63,9	82,3	116,1	90,8	
2023	98,1	94,0	97,5	88,9	67,3	85,8	121,8	94,7	
2024	98,4	94,4	97,6	89,6	67,6	86,9	124,1	95,0	
2024 Q4	97,6	93,6	96,7	88,9	66,1	86,1	123,6	94,1	
2025 Q1	97,1	93,3	96,1	88,4	63,6	85,4	122,9	93,5	
Q2	100,6	96,5	100,8	92,0	65,3	88,7	127,7	96,7	
Q3	102,3	98,1	103,3	-	-	-	130,1	98,4	
2025 Juni	101,3	97,0	101,7	-	-	-	128,5	97,2	
Juli	102,3	98,1	102,9	-	-	-	129,9	98,4	
Aug.	102,2	98,0	103,2	-	-	-	129,9	98,3	
Sept.	102,4	98,3	103,7	-	-	-	130,5	98,7	
Okt.	102,1	97,8	103,6	-	-	-	129,9	98,1	
Nov.	102,0	97,7	103,7	-	-	-	129,7	97,8	
Veränderung gegen Vormonat in %									
2025 Nov.	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	-0,2	-0,3	
Veränderung gegen Vorjahr in %									
2025 Nov.	4,6	4,4	7,3	-	-	-	5,0	4,0	

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi Yuan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	24.566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24.004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 Q4	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
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
2025 Juni	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
Juli	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
Aug.	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
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
Veränderung gegen Vormonat in %											
2025 Nov.	-0,8	-0,3	0,0	-1,5	1,8	-0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	-0,6
Veränderung gegen Vorjahr in %											
2025 Nov.	7,2	-4,2	0,1	-6,1	9,9	-2,2	5,5	2,2	-5,1	-0,7	8,7

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
<i>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</i>												
2024 Q3	34 799,4	33 379,6	1 419,8	12 322,2	9 633,2	13 983,3	15 946,6	8,2	7 165,9	7 799,8	1 319,7	16 660,7
Q4	36 033,2	34 180,5	1 852,7	12 734,9	9 946,1	14 749,7	16 509,1	-2,1	7 155,8	7 725,4	1 394,8	16 712,7
2025 Q1	36 245,3	34 558,7	1 686,6	12 701,6	9 910,1	14 448,6	16 539,6	36,6	7 547,4	8 109,0	1 511,0	16 994,8
Q2	35 846,4	34 411,9	1 434,5	12 383,7	9 659,4	14 516,3	16 720,0	19,3	7 465,1	8 032,5	1 462,1	16 900,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2025 Q2	231,1	221,9	9,2	79,8	62,3	93,6	107,8	0,1	48,1	51,8	9,4	109,0
<i>Transaktionen</i>												
2024 Q4	68,2	-23,1	91,3	56,8	55,1	239,9	178,9	9,7	-242,0	-257,2	3,7	-
2025 Q1	811,7	714,1	97,6	138,2	45,9	213,8	202,1	-8,3	468,8	466,1	-0,8	-
Q2	284,5	192,0	92,5	-66,0	-76,7	200,3	168,5	-2,4	143,8	100,2	8,8	-
Q3	260,1	221,2	39,0	32,4	51,9	214,0	179,9	1,9	5,8	-10,6	5,9	-
2025 April	98,8	79,2	19,5	6,5	15,7	28,4	-36,5	-13,2	72,0	100,0	5,1	-
Mai	67,5	31,5	36,1	-34,8	-54,7	59,8	76,2	11,1	29,1	10,0	2,3	-
Juni	118,2	81,3	36,9	-37,7	-37,7	112,1	128,8	-0,3	42,7	-9,8	1,4	-
Juli	23,5	20,3	3,1	28,9	23,4	51,0	55,5	-2,9	-53,6	-58,5	0,1	-
Aug.	133,4	149,9	-16,5	-2,7	18,4	55,9	58,8	6,6	72,5	72,7	1,2	-
Sept.	103,3	50,9	52,4	6,2	10,2	107,2	65,7	-1,7	-13,0	-24,9	4,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2025 Sept.	1 424,5	1 104,1	320,4	161,4	76,2	868,1	729,4	0,9	376,5	298,5	17,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2025 Sept.	9,1	7,1	2,0	1,0	0,5	5,5	4,7	0,0	2,4	1,9	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	
	M2							M3-M2						
	M1			M2-M1			Zusam-	M3-M2						
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusam- men	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Zusam- men		Repoge- schäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusam- men			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände														
2022	1 537,9	9 767,0	11 304,9	1 365,2	2 568,2	3 933,5	15 238,4	122,3	647,0	51,9	821,2	16 059,6		
2023	1 534,0	8 821,3	10 355,2	2 295,2	2 462,7	4 757,9	15 113,1	183,5	740,3	72,8	996,6	16 109,7		
2024	1 554,5	9 049,1	10 603,6	2 530,8	2 469,9	5 000,7	15 604,3	253,8	880,6	37,8	1 172,2	16 776,5		
2024 Q4	1 554,5	9 049,1	10 603,6	2 530,8	2 469,9	5 000,7	15 604,3	253,8	880,6	37,8	1 172,2	16 776,5		
2025 Q1	1 558,2	9 125,3	10 683,6	2 485,3	2 491,1	4 976,3	15 659,9	241,9	894,8	43,6	1 180,3	16 840,2		
Q2	1 563,9	9 245,4	10 809,3	2 404,1	2 512,6	4 916,7	15 726,0	257,5	920,6	26,6	1 204,7	16 930,7		
Q3 ^(p)	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 354,6	2 538,5	4 893,2	15 789,3	258,6	927,6	7,3	1 193,5	16 982,8		
2025 Mai	1 561,3	9 211,0	10 772,3	2 448,2	2 504,1	4 952,3	15 724,5	247,4	910,1	35,2	1 192,7	16 917,2		
Juni	1 563,9	9 245,4	10 809,3	2 404,1	2 512,6	4 916,7	15 726,0	257,5	920,6	26,6	1 204,7	16 930,7		
Juli	1 567,0	9 247,0	10 814,0	2 405,7	2 519,4	4 925,1	15 739,0	242,8	918,0	24,9	1 185,7	16 924,7		
Aug.	1 570,5	9 270,9	10 841,5	2 388,8	2 526,0	4 914,8	15 756,3	240,6	914,8	16,1	1 171,5	16 927,8		
Sept.	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 354,6	2 538,5	4 893,2	15 789,3	258,6	927,6	7,3	1 193,5	16 982,8		
Okt. ^(p)	1 579,2	9 415,7	10 994,9	2 363,7	2 543,1	4 906,8	15 901,7	247,7	911,3	25,1	1 184,2	17 085,8		
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2022	68,8	-58,0	10,8	430,2	58,0	488,2	499,0	3,4	3,7	78,4	85,5	584,5		
2023	-5,3	-966,3	-971,6	923,3	-100,1	823,2	-148,4	39,8	93,6	23,3	156,7	8,3		
2024	21,2	181,3	202,5	202,2	9,8	212,0	414,4	75,6	129,8	-34,7	170,7	585,1		
2024 Q4	12,1	170,7	182,8	-55,9	47,7	-8,2	174,6	17,4	21,5	-12,9	26,0	200,6		
2025 Q1	3,7	95,0	98,7	-40,2	14,2	-26,0	72,7	-10,5	11,0	8,7	9,3	82,0		
Q2	5,7	142,9	148,6	-71,0	21,1	-49,8	98,8	18,3	23,5	-16,9	25,0	123,7		
Q3 ^(p)	11,0	79,4	90,4	-49,1	25,9	-23,2	67,2	1,4	4,4	-16,8	-11,1	56,2		
2025 Mai	1,1	32,0	33,1	-9,8	7,8	-2,0	31,0	-8,3	10,3	-4,3	-2,3	28,8		
Juni	2,6	43,7	46,3	-39,8	8,6	-31,2	15,2	11,4	9,8	-9,1	12,0	27,2		
Juli	3,0	-2,2	0,9	-0,9	6,7	5,8	6,7	-15,5	-3,5	-0,8	-19,7	-13,1		
Aug.	3,6	29,2	32,7	-14,6	6,7	-8,0	24,8	-1,4	-4,1	-7,8	-13,4	11,4		
Sept.	4,4	52,4	56,8	-33,6	12,6	-21,0	35,8	18,3	11,9	-8,2	22,0	57,8		
Okt. ^(p)	4,3	58,8	63,1	-10,5	4,5	-6,0	57,1	-17,4	-17,1	17,9	-16,6	40,5		
Wachstumsraten														
2022	4,7	-0,6	0,1	46,8	2,3	14,2	3,4	2,8	0,6	479,5	11,5	3,8		
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,1		
2024	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6		
2024 Q4	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6		
2025 Q1	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-40,5	10,7	3,7		
Q2	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5		
Q3 ^(p)	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8		
2025 Mai	1,9	5,5	5,0	-2,6	3,1	0,2	3,4	21,4	13,5	-45,8	11,3	3,9		
Juni	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5		
Juli	1,9	5,6	5,1	-5,4	3,7	-0,9	3,1	8,6	9,9	-54,2	6,4	3,3		
Aug.	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,1	7,7	-65,1	2,7	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. ^(p)	2,1	5,7	5,2	-7,9	4,5	-1,8	2,9	0,5	5,4	-46,1	1,9	2,8		

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⁾
	Insge- samt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte	Insge- samt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jah- ren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Mo- naten	Repoge- schäfte	11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2022	3 351,7	2 712,3	498,7	134,5	6,2	8 371,0	5 536,9	437,3	2 396,0	0,8	1 304,5	230,5	565,2
2023	3 317,0	2 403,6	770,8	131,0	11,6	8 417,7	5 105,9	1 014,6	2 295,9	1,3	1 258,6	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,1	133,4	11,1	8 748,8	5 189,3	1 255,4	2 302,7	1,3	1 358,8	231,9	548,3
2024 Q4	3 415,8	2 479,2	792,1	133,4	11,1	8 748,8	5 189,3	1 255,4	2 302,7	1,3	1 358,8	231,9	548,3
2025 Q1	3 415,8	2 479,9	786,2	139,1	10,6	8 798,5	5 255,9	1 224,6	2 316,8	1,1	1 361,3	228,7	539,4
Q2	3 439,3	2 506,4	779,7	143,9	9,3	8 842,8	5 333,2	1 175,2	2 333,3	1,1	1 360,0	233,3	544,3
Q3 ^(p)	3 469,1	2 538,4	778,9	145,8	6,0	8 900,8	5 402,8	1 139,1	2 357,8	1,1	1 336,6	229,2	537,3
2025 Mai	3 451,7	2 499,1	801,1	142,0	9,5	8 836,0	5 312,9	1 194,3	2 327,7	1,1	1 350,0	230,8	542,3
Juni	3 439,3	2 506,4	779,7	143,9	9,3	8 842,8	5 333,2	1 175,2	2 333,3	1,1	1 360,0	233,3	544,3
Juli	3 456,0	2 516,8	784,9	144,5	9,8	8 870,4	5 356,0	1 173,4	2 340,0	1,0	1 317,1	223,6	547,8
Aug.	3 464,4	2 525,2	784,9	145,0	9,3	8 881,0	5 373,5	1 160,5	2 346,0	1,1	1 309,7	226,5	544,8
Sept.	3 469,1	2 538,4	778,9	145,8	6,0	8 900,8	5 402,8	1 139,1	2 357,8	1,1	1 336,6	229,2	537,3
Okt. ^(p)	3 476,4	2 556,2	763,6	148,0	8,6	8 920,0	5 418,7	1 139,5	2 360,8	1,0	1 403,4	223,7	546,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2022	115,7	-96,1	207,4	5,9	-1,5	295,4	164,0	74,8	56,5	0,1	6,8	5,0	10,7
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	18,4	-459,0	571,9	-95,1	0,5	-51,0	-2,1	-29,6
2024	89,4	69,7	16,5	3,0	0,2	293,7	49,3	235,9	8,4	0,1	78,7	3,9	3,2
2024 Q4	27,3	59,7	-38,9	7,0	-0,5	120,2	84,5	-4,8	40,1	0,3	34,6	0,5	-2,6
2025 Q1	7,7	6,3	-3,9	5,5	-0,2	51,0	74,0	-30,1	7,4	-0,3	11,4	-2,3	-9,2
Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	48,9	80,5	-47,5	15,9	0,0	15,8	5,9	4,9
Q3 ^(p)	34,5	32,6	-0,6	2,0	0,4	58,7	70,1	-35,8	24,5	0,0	-24,4	-4,0	-7,2
2025 Mai	19,0	12,0	7,6	1,5	-2,0	23,4	29,8	-12,7	6,2	0,1	-14,1	-9,6	2,9
Juni	-6,1	11,4	-19,4	1,9	0,0	8,5	21,2	-18,3	5,6	0,0	16,5	3,1	2,0
Juli	13,2	8,2	4,0	0,6	0,4	26,8	22,4	-2,2	6,7	-0,1	-45,4	-10,0	3,5
Aug.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	18,1	-12,5	6,0	0,1	-3,5	3,2	-3,0
Sept.	9,9	14,0	-5,5	0,8	0,5	20,2	29,6	-21,2	11,8	0,0	24,5	2,8	-7,7
Okt. ^(p)	6,7	17,3	-15,4	2,2	2,6	18,6	15,6	0,1	3,0	-0,1	6,7	-5,5	9,0
Wachstumsraten													
2022	3,6	-3,4	70,4	4,6	-17,5	3,7	3,0	20,7	2,4	18,1	0,8	2,2	1,9
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,2	129,4	-4,0	64,0	-3,8	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2024 Q4	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2025 Q1	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,9	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	7,9	7,2	2,1
Q3 ^(p)	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
2025 Mai	2,6	4,7	-4,8	12,0	7,3	3,6	4,7	0,4	2,6	4,5	9,3	7,0	2,1
Juni	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
Juli	2,7	5,0	-5,5	13,8	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	0,7	5,4	3,7	1,1
Aug.	2,8	5,2	-5,8	14,4	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,7	4,1	0,3
Sept.	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
Okt. ^(p)	3,5	5,7	-5,1	15,4	13,6	3,0	5,8	-9,8	3,9	3,0	3,1	0,8	-0,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESGV 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 Eurauraum¹⁾

(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 Eurauraum									Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite						An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Schuldverschreibungen		
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände														
2022	6 345,2	999,3	5 320,8	15 400,9	13 000,1	13 171,5	5 135,0	6 632,1	1 086,9	146,1	1 565,4	835,5		
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 044,9	13 250,5	5 130,8	6 649,1	1 127,7	137,3	1 559,1	897,0		
2024	6 249,8	986,9	5 237,1	15 788,9	13 257,4	13 501,4	5 189,1	6 678,6	1 251,3	138,5	1 580,0	951,5		
2024 Q4	6 249,8	986,9	5 237,1	15 788,9	13 257,4	13 501,4	5 189,1	6 678,6	1 251,3	138,5	1 580,0	951,5		
2025 Q1	6 267,5	996,6	5 245,0	15 868,4	13 333,5	13 589,9	5 203,4	6 722,3	1 271,1	136,6	1 562,1	972,8		
Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,5	15 956,2	13 409,7	13 679,3	5 213,5	6 767,1	1 285,1	144,0	1 571,4	975,1		
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,5	13 447,3	13 720,1	5 244,9	6 808,9	1 257,9	135,6	1 567,1	1 007,1		
2025 Mai	6 296,1	1 007,8	5 262,2	15 909,6	13 376,9	13 633,2	5 207,4	6 755,9	1 275,9	137,7	1 563,8	968,9		
Juni	6 274,4	1 007,8	5 240,5	15 956,2	13 409,7	13 679,3	5 213,5	6 767,1	1 285,1	144,0	1 571,4	975,1		
Juli	6 285,9	1 012,5	5 247,3	15 980,9	13 420,6	13 687,6	5 222,2	6 779,9	1 281,3	137,1	1 571,1	989,3		
Aug.	6 264,1	1 013,8	5 224,2	15 997,4	13 422,1	13 698,1	5 237,5	6 794,4	1 253,9	136,3	1 575,0	1 000,2		
Sept.	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,5	13 447,3	13 720,1	5 244,9	6 808,9	1 257,9	135,6	1 567,1	1 007,1		
Okt.	6 310,6	1 025,3	5 259,2	16 106,3	13 510,9	13 781,9	5 256,9	6 817,8	1 302,2	134,1	1 572,7	1 022,7		
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2022	177,0	8,7	166,9	635,2	623,6	680,1	268,4	241,7	126,9	-13,4	18,0	-6,4		
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	-64,4	-1,2	-63,6	287,6	228,8	273,6	76,1	45,2	106,5	1,0	11,6	47,1		
2024 Q4	-5,5	8,1	-13,7	151,2	115,9	115,2	53,5	26,9	30,3	5,2	12,7	22,6		
2025 Q1	38,8	9,3	29,5	102,1	98,4	109,4	27,6	48,5	24,3	-1,9	-14,9	18,5		
Q2	-17,0	11,1	-28,2	104,9	95,5	106,6	25,0	45,8	16,8	7,8	10,4	-0,9		
Q3	19,0	8,3	10,6	67,6	47,0	49,6	35,9	45,0	-25,5	-8,4	-6,4	26,9		
2025 Mai	-13,3	8,3	-21,7	18,0	14,7	13,3	1,1	14,3	-2,1	1,5	-1,4	4,6		
Juni	-18,1	0,3	-18,2	57,1	41,0	52,3	12,7	14,1	7,8	6,5	8,9	7,2		
Juli	16,1	4,6	11,4	19,7	8,2	6,0	7,8	13,6	-6,1	-7,0	-1,6	13,1		
Aug.	-15,7	1,3	-17,0	21,3	7,8	15,6	15,6	15,6	-22,6	-0,7	3,3	10,1		
Sept.	18,7	2,4	16,3	26,5	30,9	28,1	12,5	15,9	3,3	-0,7	-8,1	3,7		
Okt.	9,5	8,1	1,3	73,7	56,3	60,8	12,1	9,8	35,9	-1,5	4,9	12,5		
Wachstumsraten														
2022	2,7	0,9	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-8,4	1,2	-0,7		
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		
2024 Q4	-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 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	2,3	2,1	7,7	11,1	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	7,2		
2025 Mai	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,6	5,6	0,4	3,7		
Juni	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7		
Juli	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,8		
Aug.	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,6	2,8	2,7	2,4	3,3	1,9	1,0	7,1		
Sept.	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2		
Okt.	0,7	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,5	-1,1	-0,2	8,0		

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Eurauraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbrennungen (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		Konsumen- tenkredite	Wohnungs- baukredite	Sonstige Kredite	
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände											
2022	5 135,0	5 127,1	969,3	1 076,1	3 089,6	6 632,1	6 833,2	714,7	5 214,3	703,1	
2023	5 130,8	5 139,1	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,3	731,1	5 229,1	688,9	
2024	5 189,1	5 204,0	930,7	1 097,7	3 160,6	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2	
2024 Q4	5 189,1	5 204,0	930,7	1 097,7	3 160,6	6 678,6	6 929,5	744,8	5 255,6	678,2	
2025 Q1	5 203,4	5 224,3	926,5	1 112,4	3 164,5	6 722,3	6 971,9	750,4	5 294,0	678,0	
Q2	5 213,5	5 250,2	929,3	1 114,8	3 169,4	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1	
Q3	5 244,9	5 283,1	927,5	1 127,0	3 190,4	6 808,9	7 061,0	767,3	5 369,2	672,4	
2025 Mai	5 207,4	5 230,9	926,1	1 108,7	3 172,6	6 755,9	7 002,0	754,0	5 324,6	677,3	
Juni	5 213,5	5 250,2	929,3	1 114,8	3 169,4	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1	
Juli	5 222,2	5 257,0	925,6	1 120,8	3 175,8	6 779,9	7 030,4	760,3	5 345,9	673,8	
Aug.	5 237,5	5 274,5	929,5	1 123,2	3 184,7	6 794,4	7 045,5	764,1	5 357,1	673,2	
Sept.	5 244,9	5 283,1	927,5	1 127,0	3 190,4	6 808,9	7 061,0	767,3	5 369,2	672,4	
Okt.	5 256,9	5 288,2	934,9	1 126,2	3 195,7	6 817,8	7 073,8	771,1	5 373,8	672,9	
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2022	268,4	308,0	77,5	77,5	113,4	241,7	250,2	23,0	218,3	0,4	
2023	-6,5	24,4	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,9	19,1	10,3	-20,9	
2024	76,1	88,0	21,8	14,5	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7	
2024 Q4	53,5	45,4	21,0	9,1	23,3	26,9	36,7	10,1	16,0	0,8	
2025 Q1	27,6	31,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,7	8,8	39,8	0,0	
Q2	25,0	36,6	8,8	8,0	8,2	45,8	47,4	6,9	37,7	1,1	
Q3	35,9	36,5	0,0	13,1	22,8	45,0	47,6	11,2	36,3	-2,5	
2025 Mai	1,1	2,1	-2,4	1,0	2,4	14,3	14,3	1,2	13,3	-0,2	
Juni	12,7	23,4	5,9	7,9	-1,1	14,1	18,0	2,8	9,9	1,5	
Juli	7,8	6,4	-4,2	5,1	6,9	13,6	14,3	3,1	12,5	-2,0	
Aug.	15,6	16,9	2,7	3,8	9,1	15,6	16,0	4,2	11,5	-0,1	
Sept.	12,5	13,2	1,6	4,2	6,8	15,9	17,3	3,8	12,3	-0,3	
Okt.	12,1	5,1	7,2	-2,3	7,2	9,8	19,9	4,3	4,6	0,8	
Wachstumsraten											
2022	5,5	6,3	8,7	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1	
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	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	
2024 Q4	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4	
2025 Q1	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7	
Q2	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3	
Q3	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1	
2025 Mai	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,1	4,0	1,9	-0,4	
Juni	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3	
Juli	2,5	2,9	3,4	4,6	1,5	2,3	2,4	4,5	2,2	-0,1	
Aug.	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0	
Sept.	2,8	2,9	3,0	4,6	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	

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 -verbrieftungen (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)

Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Verbindlichkeiten der MFIs					Forderungen der MFIs				
	Zusammen	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum				Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige			
		Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2022	669,5	6 739,9	1 782,4	45,9	2 109,5	2 802,1	1 347,4	375,5	137,2	147,2
2023	476,9	7 337,9	1 826,7	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	272,1	152,1	152,6
2024	395,9	7 850,0	1 841,9	117,2	2 590,7	3 300,2	2 666,3	317,4	140,4	136,0
2024 Q4	395,9	7 850,0	1 841,9	117,2	2 590,7	3 300,2	2 666,3	317,4	140,4	136,0
2025 Q1	388,3	7 934,3	1 834,5	121,7	2 576,4	3 401,7	2 793,1	233,7	182,9	161,3
Q2	409,4	7 907,9	1 833,3	129,6	2 562,3	3 382,8	2 827,8	189,5	177,9	165,9
Q3 ^(p)	430,1	8 092,1	1 842,2	132,5	2 589,9	3 527,5	3 052,0	143,9	168,3	168,6
2025 Mai	451,5	7 957,8	1 830,7	126,2	2 573,4	3 427,5	2 898,8	221,9	181,4	177,6
Juni	409,4	7 907,9	1 833,3	129,6	2 562,3	3 382,8	2 827,8	189,5	177,9	165,9
Juli	397,0	7 958,1	1 835,1	132,5	2 583,8	3 406,7	2 864,3	148,7	173,5	166,9
Aug.	412,7	7 967,2	1 839,2	132,9	2 575,7	3 419,4	2 885,2	161,0	206,3	179,4
Sept.	430,1	8 092,1	1 842,2	132,5	2 589,9	3 527,5	3 052,0	143,9	168,3	168,6
Okt. ^(p)	441,4	8 212,6	1 849,1	132,4	2 614,5	3 616,6	3 182,1	140,8	297,9	242,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2022	-72,6	52,1	-89,1	-4,5	12,5	133,3	-61,4	-186,8	10,4	18,0
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-191,7	17,1	9,0
2024	-80,6	279,7	15,1	26,7	164,8	73,1	532,5	28,5	-11,7	-16,7
2024 Q4	-9,8	82,6	4,8	3,2	11,1	63,5	85,8	41,9	-44,5	-52,6
2025 Q1	-7,2	4,6	-4,3	5,6	11,5	-8,3	21,1	-82,7	42,4	25,3
Q2	21,2	35,0	4,3	7,9	36,5	-13,7	127,0	-34,9	-5,0	4,7
Q3 ^(p)	19,1	35,4	9,0	3,6	31,3	-8,5	62,4	-38,3	-9,6	2,7
2025 Mai	19,7	31,7	-0,8	2,4	29,3	0,9	51,4	24,0	-13,2	4,2
Juni	-42,1	13,8	5,0	3,3	10,7	-5,2	6,6	-46,7	-3,6	-11,7
Juli	-14,0	9,3	0,4	2,9	11,0	-5,0	-4,9	-48,6	-4,4	1,0
Aug.	15,7	8,6	5,3	0,3	1,5	1,4	14,4	15,7	32,8	12,4
Sept.	17,4	17,5	3,3	0,3	18,7	-4,9	52,8	-5,3	-38,0	-10,7
Okt. ^(p)	10,4	19,3	6,0	-0,2	18,6	-5,1	29,1	-42,1	60,7	21,1
Wachstumsraten										
2022	-9,8	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,7	-	-	7,8	12,7
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2024 Q4	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2025 Q1	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,5	2,5	-	-	2,7	-7,4
Q2	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
Q3 ^(p)	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
2025 Mai	7,8	2,4	0,5	17,4	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
Juni	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
Juli	-1,7	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8
Aug.	-3,5	2,1	1,1	19,6	3,2	1,3	-	-	6,8	5,1
Sept.	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
Okt. ^(p)	1,7	2,1	1,2	16,4	4,1	0,6	-	-	35,0	10,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo	
	Insgesamt		Zentralstaat	Länder	Gemeinden		
	1	2	3	4	5		
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 Q3	-3,2		.	.	.	.	-1,4
Q4	-3,1		.	.	.	.	-1,2
2025 Q1	-3,0		.	.	.	.	-1,0
Q2	-2,8		.	.	.	.	-0,9

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				Laufende Ausgaben								
	1	2	3	4	5		7	8	9	10	11	12			
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 Q3	46,3	45,4	13,3	12,3	14,7	0,9	49,5	44,4	9,9	5,9	1,9	22,7	5,2		
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	49,5	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	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0		

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

6.3 Verschuldung

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

Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung		
	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Gebietsansässige	Gebietsfremde	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-Vorgängerwährungen	Andere Währungen		
	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 Q3	87,7	2,2	11,7	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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)

Verände- rung der Schulden- quote ²⁾	Primär- saldo	Deficit-Debt-Adjustments										Zins- Wachstums- Differenz	Nachrichtlich: Nettoue- verschuldung		
		Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktivita						Neubewertungs- effekte und sons- tige Volumens- änderungen	Sonstige					
			Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	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 Q3	-0,3	1,4	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9			
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	1,0	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3			
Q2	0,5	0,9	0,9	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,5			

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.)

Insgesamt	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Tilgung		Zinsausgaben				Bestände					Transaktionen		
	Insgesamt	Ins- gesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Ins- gesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Null- kupon	Feste Verzinsung	Ins- gesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2022	12,8	11,6	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5	
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0	
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
2024 Q4	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
2025 Q1	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,3	2,9	
Q2	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8	
Q3	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6	
2025 Mai	12,8	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,8	2,2	2,0	3,2	2,8	
Juni	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8	
Juli	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,6	2,2	2,0	3,0	2,7	
Aug.	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7	
Sept.	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6	
Okt.	13,1	11,6	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,8	2,6	

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	Deutschland	Estonia	Irland	Griechenland	Spanien	Frankreich	Kroatien	Italien	Zypern
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	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 Q3	-4,3	-2,8	-2,7	4,3	0,8	-2,8	-5,7	-2,1	-5,2	3,6
Q4	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 Q1	-4,6	-2,4	-1,2	4,0	2,5	-3,2	-5,7	-2,6	-3,4	4,2
Q2	-4,7	-2,2	-0,9	3,7	2,2	-3,2	-5,6	-3,0	-2,9	4,4
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 Q3	104,8	62,0	23,8	40,0	158,3	104,2	113,7	59,2	135,6	66,7
Q4	103,9	62,2	23,5	38,3	153,6	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 Q1	106,0	62,0	23,9	34,5	152,4	103,4	114,1	58,3	137,4	62,1
Q2	106,2	62,4	23,2	33,3	151,2	103,4	115,8	57,5	138,3	61,2
	Lettland	Litauen	Luxemburg	Malta	Niederlande	Österreich	Portugal	Slowenien	Slowakei	Finnland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	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 Q3	-1,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,9	0,6	-1,7	-5,2	-4,2
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	-4,2
Q2	-1,7	-1,8	-0,4	-4,0	-1,4	-4,9	0,5	-1,8	-4,8	-3,9
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 Q3	47,4	38,0	25,6	44,9	42,6	81,6	95,9	66,3	60,1	82,2
Q4	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 Q1	45,4	40,4	26,1	46,7	43,2	83,1	95,0	69,5	63,2	84,2
Q2	48,0	39,1	25,1	46,9	42,7	82,3	96,8	69,4	62,9	88,4

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 17. Dezember 2025.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-25-069-DE-N (Online-Version)