



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2026



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2    Konjunkturentwicklung	12
3    Preise und Kosten	22
4    Finanzmarktentwicklungen	29
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	33
<b>Kästen</b>	<b>44</b>
1    Welche Rolle spielt die Umlenkung des Welthandels infolge der US-Zölle bei der Entwicklung der chinesischen Exporte?	44
2    Bestimmungsfaktoren der Strompreise für private Haushalte und energieintensive Branchen und ihre Bedeutung für die Dekarbonisierungsziele der EU	50
3    Private Konsumausgaben und Ersparnisse in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld: jüngste Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen	58
4    Die fundamentalen Bestimmungsfaktoren für die jüngste Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum	64
5    Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	70
6    Schätzung der zeitvariablen Elastizität von Geldmarktsätzen auf die Nachfrage nach Zentralbankreserven im Euroraum	77
<b>Aufsatz</b>	<b>83</b>
1    Wie lassen sich die strukturellen Hemmnisse für den ökologischen Wandel überwinden?	83
<b>Statistik</b>	<b>108</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 5. Februar 2026, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Seine aktualisierte Beurteilung bestätigte erneut, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht bei seinem Zielwert von 2 % stabilisieren dürfte. Die Wirtschaft zeigt sich in einem schwierigen globalen Umfeld nach wie vor robust. Die niedrige Arbeitslosigkeit, solide Bilanzen im privaten Sektor, die allmähliche Umsetzung der Pläne für öffentliche Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben sowie die stützenden Auswirkungen der vergangenen Leitzinssenkungen fördern das Wachstum. Zugleich ist der Ausblick nach wie vor von Unsicherheit geprägt, was insbesondere auf anhaltende globale handelspolitische Unsicherheiten und geopolitische Spannungen zurückzuführen ist.

Der EZB-Rat 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.

## Konjunkturentwicklung

Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die Wirtschaft im vierten Quartal 2025 um 0,3 % gewachsen. Das Wachstum ist in erster Linie auf den Dienstleistungssektor, insbesondere den Bereich Information und Kommunikation, zurückzuführen. Das verarbeitende Gewerbe hat sich trotz der vom Welthandel und von der geopolitischen Unsicherheit ausgehenden Herausforderungen als robust erwiesen. Die Dynamik im Baugewerbe nimmt zu und wird dabei auch durch öffentliche Investitionen getragen.

Der Arbeitsmarkt wirkt sich weiterhin stützend auf die Einkommen aus, obwohl sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter abgeschwächt hat. Die Arbeitslosigkeit lag im Dezember 2025 bei 6,2 %, nachdem sie im November 6,3 % betragen hatte. Steigende Arbeitseinkommen und eine niedrigere Sparquote der privaten Haushalte dürften den privaten Konsum ankurbeln. Die staatlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur dürften ebenfalls einen Beitrag zur Binnennachfrage leisten. Die Unternehmensinvestitionen dürften weiter steigen. Außerdem deuten Umfragen darauf hin, dass die Unternehmen zunehmend in neue digitale Technologien

investieren. Zugleich ist das außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin schwierig, was auf höhere Zölle und einen stärkeren Euro im vergangenen Jahr zurückzuführen ist.

Der EZB-Rat betont, dass es im aktuellen geopolitischen Umfeld dringend notwendig ist, den Euroraum und dessen Wirtschaft zu stärken. Die Regierungen sollten der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie strategischen Investitionen und wachstumsfördernden Strukturreformen Priorität einräumen. Das Potenzial des europäischen Binnenmarkts voll auszuschöpfen, ist nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Zudem ist es unerlässlich, eine stärkere Kapitalmarktintegration 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 Inflation verringerte sich im Januar 2026 auf 1,7 %, verglichen mit 2,0 % im Dezember und 2,1 % im November. Die Teuerungsrate bei Energie ging auf -4,1 % zurück nach -1,9 % im Dezember und -0,5 % im November. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln stieg hingegen auf 2,7 %, nachdem sie im Dezember bei 2,5 % und im November bei 2,4 % gelegen hatte. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich auf 2,2 % nach 2,3 % im Dezember und 2,4 % im November. Der Preisauftrieb bei Waren erhöhte sich leicht auf 0,4 %. Bei Dienstleistungen ging die entsprechende Rate hingegen auf 3,2 % zurück, verglichen mit 3,4 % im Dezember und 3,5 % im November.

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. Der Anstieg der Tarifverdienste und zukunftsgerichtete Indikatoren, wie der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und Umfrageergebnisse zu den Lohnerwartungen, deuten auf eine kontinuierliche Abschwächung der Arbeitskosten hin. Der Beitrag von Zahlungen, die über die tariflich vereinbarten Lohnkomponenten hinausgehen, zum Lohnwachstum insgesamt bleibt indes unklar.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei rund 2 %. Dies begünstigt eine Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

## Risikobewertung

Der Euroraum steht weiterhin vor der Herausforderung eines volatilen weltweiten Politikumfelds. Ein erneuter Anstieg der Unsicherheit könnte die Nachfrage dämpfen. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten könnte die Nachfrage ebenfalls schwächen. Weitere Friktionen im Welthandel könnten Störungen bei den Lieferketten und einen Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Geopolitische Spannungen,

insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, stellen nach wie vor einen großen Unsicherheitsfaktor dar. Dagegen könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur gemeinsam mit der Verabschiedung produktivitätssteigernder Reformen sowie dem Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum – unter anderem durch positive Effekte auf das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen – stärker als erwartet ankurbeln. Neue Handelsabkommen und eine tiefere Integration des Binnenmarkts könnten ihrerseits das Wachstum stärker ankurbeln als derzeit erwartet.

In Anbetracht des volatilen weltweiten Politikumfelds sind die Inflationsaussichten weiterhin mit größerer Unsicherheit behaftet als gewöhnlich. Die Inflation könnte niedriger ausfallen, wenn Zölle die Nachfrage nach Exporten des Euroraums stärker verringern als erwartet und wenn Länder mit Überkapazitäten ihre Exporte in den Euroraum weiter erhöhen. Darüber hinaus könnte ein stärkerer Euro die Inflation deutlicher dämpfen als derzeit erwartet. Mehr Volatilität und Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und dadurch ebenfalls die Inflation verringern. Dagegen könnte die Inflation höher ausfallen, wenn sich die Energiepreise dauerhaft nach oben verschieben oder wenn stärker fragmentierte globale Lieferketten die Importpreise in die Höhe treiben, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Sollte sich das Lohnwachstum langsamer abschwächen, könnte die Teuerung bei den Dienstleistungen später als erwartet zurückgehen. Die geplante Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben könnte die Inflationsrate auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klima- und Umweltkrise ganz allgemein 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 18. Dezember 2025 gesunken. Zugleich haben die globalen handels- und geopolitischen Spannungen vorübergehend zu einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten geführt. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen ebenso wie die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung stiegen im Dezember 2025 auf 3,6 % nach 3,5 % im November. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite belief sich im Dezember abermals unverändert auf 3,3 %.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen betrug im Dezember 3,0 % nach 3,1 % im November und 2,9 % im Oktober. Die Emission von Unternehmensanleihen erhöhte sich im Dezember um 3,4 %. Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2026 zufolge nahm die Kreditnachfrage der Unternehmen im vierten Quartal 2025 leicht zu, insbesondere bei Krediten zur Finanzierung von Lagerbeständen und Betriebsmitteln. Zugleich haben sich die Richtlinien für Unternehmenskredite wieder verschärft.

Die Vergabe von Hypothekarkrediten erhöhte sich im Dezember 2025 um 3,0 %, verglichen mit 2,9 % im November und 2,8 % im Oktober, was auf eine weiterhin

steigende Kreditnachfrage und eine Lockerung der Kreditrichtlinien zurückzuführen war.

## 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 5. Februar 2026, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Er ist entschlossen, dafür zu sorgen, dass sich die Inflation auf mittlere Frist beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

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

*Das weltweite Wirtschaftswachstum hat sich insgesamt weiterhin als robust erwiesen. Zu verdanken war dies den im dritten Quartal 2025 verbuchten kräftigen Zuwächsen in den Vereinigten Staaten und in China. Im vierten Quartal dürfte das Wachstum etwas an Schwung verloren haben. Dies war zum Teil auf den Stillstand in der US-Bundesverwaltung (Shutdown) im Oktober und November zurückzuführen, wenngleich sich die Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten weiterhin robust entwickelt haben dürften. Das weltweite Importwachstum verlangsamte sich im dritten Quartal und dürfte auf kurze Sicht unter dem historischen Durchschnitt bleiben. Ein Grund hierfür ist die anhaltende handelspolitische Unsicherheit. Die spürbaren Zuwächse des Handels mit Hochtechnologieprodukten, unter anderem mit KI-bezogenen Produkten, sorgen vor dem Hintergrund der ansonsten gedämpften kurzfristigen Handelsaussichten nach wie vor für einen Lichtblick. Die Gesamtinflation in den Mitgliedstaaten der OECD fiel im November weitgehend stabil aus.*

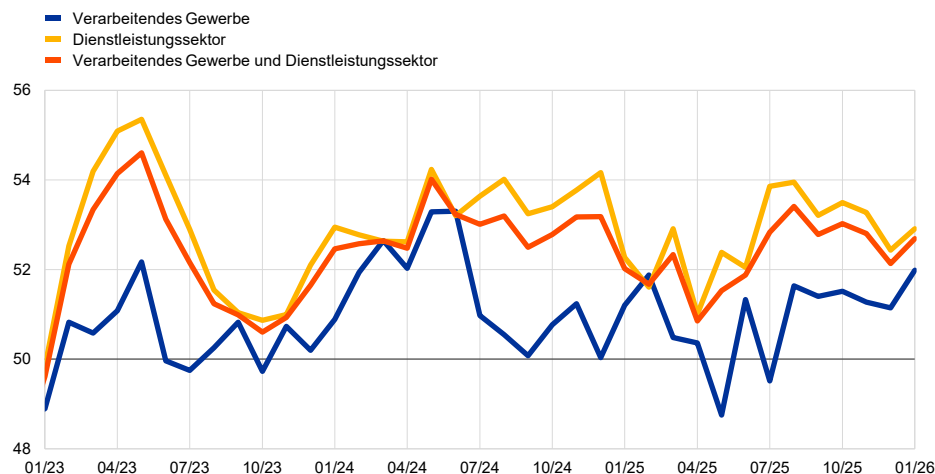
**Das weltweite Wirtschaftswachstum hat sich insgesamt weiterhin als robust erwiesen, auch wenn für das vierte Quartal 2025 eine gewisse Abschwächung erwartet wird.** Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lassen – vor allem aufgrund der Entwicklung in den Vereinigten Staaten und in China – auf ein kräftiges Wachstum im dritten Quartal schließen. Aber auch die Konjunktur in Indien zog spürbar an. Dieses überraschend starke Wachstum dürfte im vierten Quartal leicht nachgelassen haben. Verantwortlich hierfür war unter anderem der Verwaltungsstillstand der US-Regierung in diesem Zeitraum. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) ging im vierten Quartal 2025 vor allem aufgrund der geringeren Aktivität im Dienstleistungssektor gegenüber dem Vorquartal zurück. Er zeigte sich aber insgesamt weiterhin widerstandsfähig und blieb im expansiven Bereich. Im Januar stieg der EMI, bedingt durch breit angelegte Verbesserungen in allen Sektoren, leicht auf 52,7 Punkte an (siehe Abbildung 1). Was die einzelnen Länder anbelangt, so erhöhte sich der EMI im Vereinigten Königreich und in Japan im Januar merklich, verbesserte sich in den Vereinigten Staaten und China allerdings nur leicht.



## Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



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

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

### Das weltweite Importwachstum verlangsamte sich im dritten Quartal 2025 und dürfte auf kurze Sicht unter dem historischen Durchschnitt bleiben.

Die sich insbesondere in den Vereinigten Staaten abschwächenden hochfrequenten Handelsdaten deuten darauf hin, dass das globale Wachstum der Einfuhren auf kurze Sicht weiterhin verhalten ausfallen dürfte. Darüber hinaus belasten Zollandrohungen und die Volatilität der Handelspolitik nach wie vor die Dynamik des Welthandels. Hochtechnologieprodukte, einschließlich KI-bezogener Produkte, sorgen vor dem Hintergrund der ansonsten gedämpften kurzfristigen Handelsaussichten nach wie vor für einen Lichtblick. Auf Basis der bis Oktober 2025 vorliegenden nominalen Daten zum Welthandel nahm der Handel mit Hochtechnologieprodukten (gemäß der Definition von Eurostat) gegenüber den ersten zehn Monaten des Jahres 2024 mit einer Vorjahresrate von 18 % zu. Der Handel mit KI-bezogenen Hochtechnologieprodukten wie Mikrochips und automatischen Datenverarbeitungsmaschinen stieg mit einer Jahresänderungsrate von 35 % noch stärker an. Lässt man den Euroraum außer Acht, so sind China, Südkorea und die zur Vereinigung südostasiatischer Länder (ASEAN) zählenden Staaten die wichtigsten Nettoexporteure von Hochtechnologieprodukten. Größter Nettoimporteur sind die Vereinigten Staaten, wobei die Einfuhren in die USA in den ersten zehn Monaten des Jahres 2025 um 65 % gegenüber dem Vorjahr zunahmen.

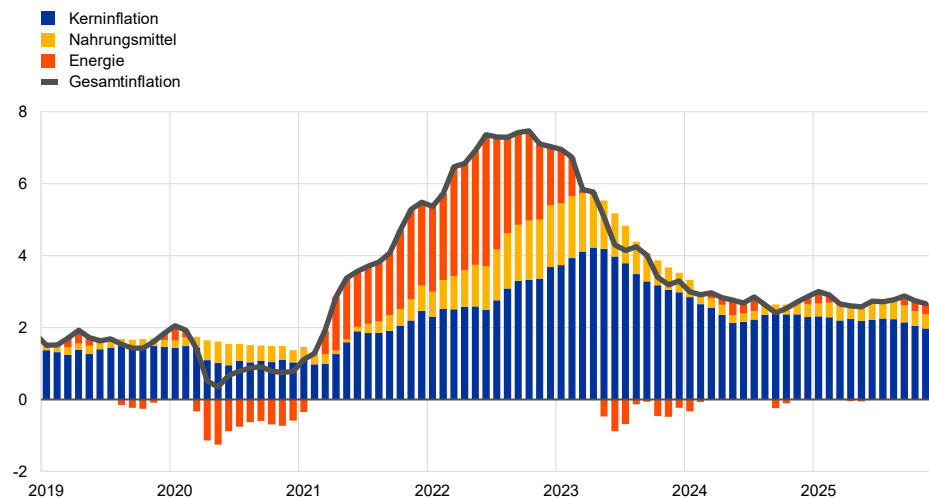
### Die Gesamtinflation in den Mitgliedsstaaten der OECD (ohne die Türkei) zeigte sich im November weitgehend stabil.

Ohne Berücksichtigung der Türkei lag die am VPI gemessene jährliche Inflationsrate in den OECD-Ländern im November unverändert bei 2,7 % (nach Rundung der Zahlen). Ein leicht gesunkener Beitrag der Nahrungsmittel und der Kernkomponenten wurde dabei zum Teil durch einen etwas höheren Beitrag der Energiepreise aufgewogen (siehe Abbildung 2). Weltweit (ohne Berücksichtigung des Euroraums) scheint der Inflationsabbau weltweit ins Stocken geraten zu sein. Die am VPI gemessene Gesamtinflation blieb in der zweiten

Jahreshälfte 2025 stabil, da die steigenden Inflationsraten in China den Inflationsrückgang in anderen Schwellenländern kompensierten. In den Industrieländern veränderte sich die Teuerung indes kaum. Die Kerninflation ging weltweit nur leicht zurück.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: 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 Preise für Öl wie auch jene für Gas erhöhten sich; verantwortlich waren im ersten Fall die geopolitischen Entwicklungen und im zweiten Fall die Sorgen um die Füllstände der Gasspeicher. Zugleich verbilligten sich Nahrungsmittel, und die Preise für Metalle stiegen an.** Seit der letzten Sitzung des EZB-Rats zogen die Notierungen für Rohöl um insgesamt 13 % an. Nach der Gefangennahme von Präsident Nicolás Maduro in Venezuela durch die Vereinigten Staaten hatten sich die Ölnotierungen zunächst nur in begrenztem Maße erhöht, wurden aber anschließend durch die eskalierenden Proteste im Iran und die Möglichkeit einer Intervention durch die USA in die Höhe getrieben. Die verhaltene Reaktion auf die Entwicklung in Venezuela zeigt, dass das Land keine zentrale Rolle bei der globalen Ölversorgung spielt. Venezuela produziert lediglich rund 1 Million Barrel Öl pro Tag, was 1 % der weltweiten Förderung entspricht. Zudem verfügt das Land weiterhin nur über ein begrenztes Potenzial zur Steigerung des Ölangebots. Grund hierfür ist, dass in Venezuela hauptsächlich schweres, schwefelreiches Rohöl gefördert wird. Auch wenn US-Raffinerien diese Art von Öl verarbeiten können, ist seine Förderung vor allem aufgrund des schlechten Zustands der Ölinfrastruktur des Landes schwierig. Die europäischen Gaspreise verzeichneten unterdessen ein deutliches Plus von 22 %. Die kalte Witterung hat in Europa die Lagerbestände rapide schrumpfen lassen. Diese liegen nun in der Nähe des unteren Endes ihrer historischen Spanne. Die Sorgen hinsichtlich der Gasvorräte wurden durch den Abwärtsdruck auf langfristige Terminkontrakte für den Winter 2026-2027 verschärft. Ursache waren mehrere große Flüssiggaslieferungen aus den Vereinigten Staaten

und Katar. Da die Terminpreise wenig Spielraum für einen späteren rentablen Weiterverkauf bieten, bestehen für Gasspeicherbetreiber derzeit nur begrenzte Anreize, Gas einzuspeisen. Die Preise für Nahrungsmittel verringerten sich um 7 %, da für 2026 ein umfangreiches Maisangebot erwartet wird ebenso wie eine schwache Nachfrage nach Kakaobohnen. Dagegen verteuerten sich Industriemetalle um 10 %. Bedingt war dies durch neuerliche Erwartungen, dass die Vereinigten Staaten Zölle auf Kupfer verhängen könnten. Daher zogen Händler ihre Lieferungen in die USA vor.

**In den Vereinigten Staaten beschleunigte sich das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2025 auf 1,1 % gegenüber dem Vorquartal.** Getragen wurde die konjunkturelle Entwicklung von den privaten Konsumausgaben und dem Außenbeitrag. Das Wachstum der privaten Anlageinvestitionen schwächte sich indessen ab. Der Stillstand in der US-Bundesverwaltung im vierten Quartal 2025 dürfte das Wachstum beeinträchtigt haben. Dennoch deuten die monatlichen Daten bis November 2025 darauf hin, dass die Konsumdynamik im Schlussquartal stark blieb. Dagegen kühlte sich der Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten weiter ab. Der Stellenzuwachs im privaten Sektor war weiterhin gering und konzentrierte sich meist auf die Bereiche Gesundheitswesen und soziale Fürsorge. In anderen Branchen belief sich der aggregierte Stellenzuwachs auf nahezu null, wobei im Einzelhandel und im verarbeitenden Gewerbe Arbeitsplätze abgebaut wurden. Die VPI-Gesamtinflation und die VPI-Kerninflation in den Vereinigten Staaten lagen im Dezember unverändert bei 2,7 % bzw. 2,6 %. Diese Zahlen könnten jedoch aufgrund der begrenzten Datenerhebung während des Verwaltungsstillstands insbesondere in Bezug auf die Teuerung bei den Mieten nach unten verzerrt sein. So wurden fehlende Angaben durch Imputationen ersetzt. Der Preisauftrieb bei Waren fiel überraschend schwach aus, bleibt aber im positiven Bereich.

**Auch wenn China 2025 sein Wachstumsziel von 5 % erreichte, ist das Land diesbezüglich weiterhin von der Auslandsnachfrage abhängig.** Das vierteljährliche BIP-Wachstum lag im vierten Quartal 2025 bei 1,2 % und war damit leicht höher als im Vorquartal (1,1 %). Ausschlaggebend war ein größerer Beitrag des Außenhandels, der die Markterwartungen übertraf. Die jüngsten Signale aus der Politik deuten darauf hin, dass die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen im Jahr 2026 fortgesetzt werden. Dies deckt sich mit dem erklärten Ziel der chinesischen Behörden, die Binnennachfrage zu stützen und 2026 ein ähnlich hohes Wachstum zu erreichen. Erstmals seit Anfang der 1990er-Jahre sanken die Anlageinvestitionen 2025 auf Jahressicht, da sowohl Überkapazitäten als auch Schulden der Lokalregierungen abgebaut werden sollten. Der Immobilienmarkt zieht die Wirtschaft weiterhin in Mitleidenschaft und belastet noch immer das Verbrauchervertrauen und die Konsumausgaben. Umfangreiche Exporte vor allem in Schwellenländer führten 2025 zu einem Rekordüberschuss in der Handelsbilanz in Höhe von 1,2 Billionen USD. Das Exportwachstum dürfte die chinesische Wirtschaft auch 2026 stützen, sofern sich die Handelsspannungen mit den Vereinigten Staaten nicht wieder verschärfen. Der jährliche Verbraucherpreisanstieg in China erhöhte sich leicht von 0,7 % im November 2025 auf 0,8 % im Dezember. Bedingt war dies in erster Linie durch höhere Nahrungsmittelpreise und Basiseffekte. Die jährliche Kerninflation verharrte bei 1,2 %. Abgesehen von temporären Faktoren dürften die

schwache Binnennachfrage und industrielle Überkapazitäten nach wie vor einen intensiven Preiswettbewerb unter den Unternehmen schüren. Die Bemühungen zur Verringerung der Überkapazitäten haben sich indes noch nicht vollständig in der Inflation niedergeschlagen.

#### **Die konjunkturelle Dynamik im Vereinigten Königreich blieb im**

**Schlussquartal 2025 verhalten.** Von August bis November stieg das BIP um insgesamt 0,1 % an. Positive Impulse lieferten hierbei der Dienstleistungssektor und eine Normalisierung der Automobilproduktion, nachdem es dort im September zu Störungen durch einen Cyberangriff gekommen war. Die bis Januar 2026 verfügbaren EMI-Daten bestätigen, dass sich die Wirtschaft gegen Ende 2025 schwach entwickelte und zu Beginn des Jahres 2026 leicht belebte. Die Gesamtinflation nahm von 3,2 % im November auf 3,4 % im Dezember zu, lag aber nach wie vor unter ihrem zuletzt verbuchten Höchststand von 3,8 % im dritten Quartal. Die Kerninflation belief sich unverändert auf 3,2 %. Aus den bis November vorliegenden Daten geht hervor, dass das Wachstum der regulären Einkommen der privaten Haushalte weiter nachlässt, wenngleich dies von einem erhöhten Niveau aus geschieht.

*Im vierten Quartal 2025 stieg das reale BIP im Euroraum gegenüber dem Vorquartal um 0,3 %. Damit war in allen Quartalen ein Zuwachs zu verzeichnen, obwohl im Jahresverlauf zahlreiche Herausforderungen zum Tragen kamen. Die Kurzfristindikatoren deuten ebenso wie die verfügbaren Länderdaten auf einen nach wie vor positiven Beitrag der Binnennachfrage und einen schwächeren Wachstumsimpuls des Außenbeitrags hin. Auf Sektorebene trugen vor allem die Dienstleistungen zum Wachstum bei, und hier insbesondere die Informations- und Kommunikationsbranche. Das verarbeitende Gewerbe scheint zum Jahresende 2025 die Talsohle erreicht zu haben. Damit zeigte sich der Sektor widerstandsfähig gegenüber den ungünstigen Einflüssen aus dem Welthandel und der geopolitischen Unsicherheit. Die Dynamik im Baugewerbe nimmt zu und wird dabei auch durch öffentliche Investitionen getragen. Umfragedaten weisen nach wie vor auf eine Erholung in zwei Geschwindigkeiten hin, wobei der Dienstleistungssektor kräftigere Zuwächse verzeichnet als das verarbeitende Gewerbe. Auf längere Sicht dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum dank der Binnennachfrage weiter erholen, sofern es nicht zu einer unerwarteten kurzfristigen Volatilität kommt. Den privaten Konsumausgaben sollten steigende Realeinkommen und eine allmählich sinkende Sparquote zugutekommen. Das Wirtschaftswachstum dürfte darüber hinaus von vermehrten Unternehmensinvestitionen sowie von erheblichen Staatsausgaben in den Bereichen Infrastruktur und Verteidigung profitieren. Ungeachtet dessen dürften Herausforderungen aufgrund von Störungen des Welthandels und eskalierenden geopolitischen Spannungen auch in Zukunft das Wachstum im Euroraum beeinträchtigen.*

**Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist das BIP im Euroraum im vierten Quartal 2025 weiter gestiegen.** Im genannten Quartal wuchs das reale BIP um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Damit war in allen Quartalen des abgelaufenen Jahres ein Zuwachs zu verzeichnen (siehe Abbildung 3). Im Gesamtjahr 2025 dürfte das BIP um 1,5 % gestiegen sein, verglichen mit 0,8 % im Jahr 2024.<sup>1</sup> Trotz einer Reihe globaler handels- und geopolitischer Herausforderungen beschleunigte sich 2025 das Wachstumstempo, was die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums unterstreicht. Obwohl die Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten für das vierte Quartal noch nicht vorliegt, ergeben sich aus den Kurzfristindikatoren und den verfügbaren Länderdaten bereits Hinweise darauf, dass die Binnennachfrage positiv zum Wachstum beigetragen haben dürfte, während der Außenbeitrag verhaltener ausfiel. Das Wachstum wurde vor allem vom Dienstleistungssektor und hier insbesondere von der Informations- und Kommunikationsbranche angekurbelt. Das verarbeitende Gewerbe zeigte sich resilient gegenüber den Herausforderungen durch den Welthandel und die geopolitische Unsicherheit. Die Dynamik im Baugewerbe nimmt zu und wird dabei auch durch öffentliche Investitionen getragen. Im Vergleich zu den vorangegangenen Quartalen ergab sich für die Wachstumsdynamik in den einzelnen Ländern im vierten Quartal 2025 ein einheitlicheres Bild. Aus dem euroraumweiten

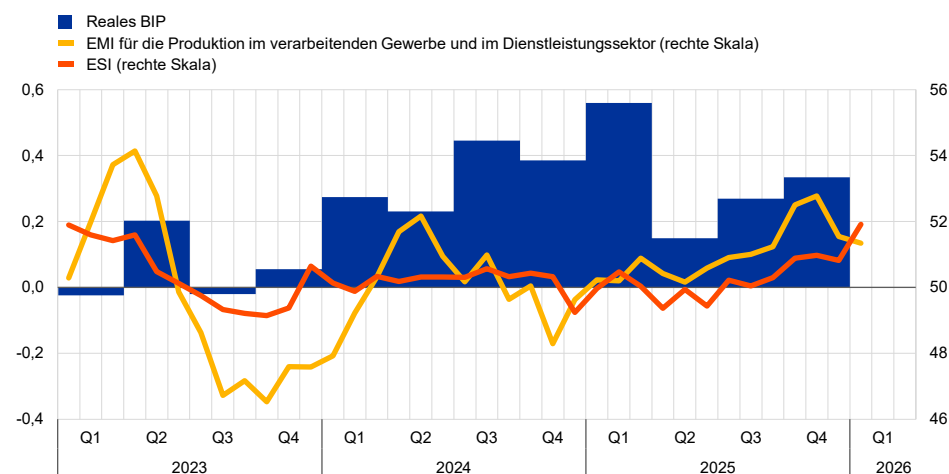
<sup>1</sup> Die Jahreswachstumsrate basiert auf saison- und kalenderbereinigten Daten. Unbereinigte Zahlen sind nicht für alle in den BIP-Schnellschätzungen berücksichtigten Mitgliedstaaten verfügbar.

Wert für das vierte Quartal resultiert für das Jahreswachstum 2026 ein statistischer Überhang von 0,4 %.<sup>2</sup>

### Abbildung 3

Reales BIP, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) im Euroraum

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



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

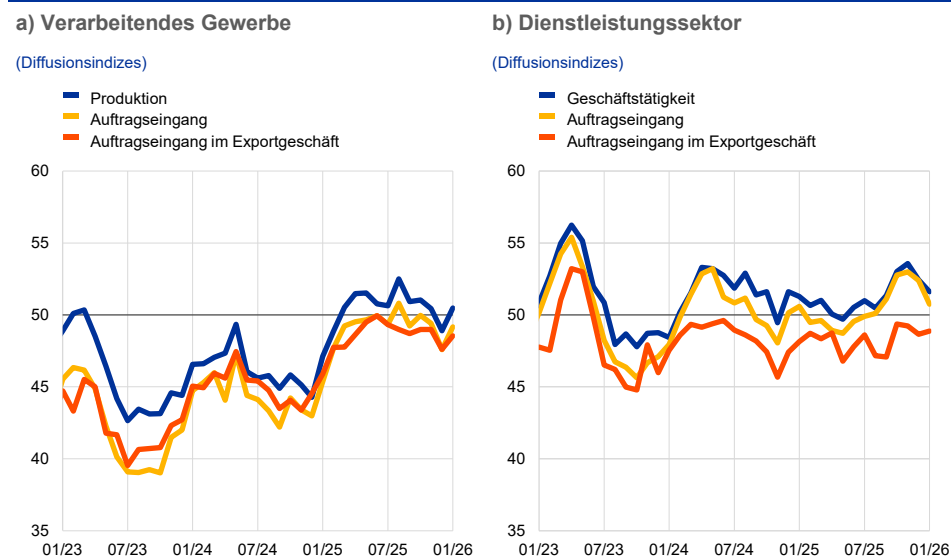
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Beim EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stellt die horizontale Linie von 50 Punkten die Wachstumsschwelle dar, d. h. die Trennlinie zwischen einem Anstieg und einem Rückgang des EMI. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI wurde standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025 (reales BIP) bzw. Januar 2026 (EMI und ESI).

**Die für das erste Quartal 2026 bislang nur begrenzt verfügbaren Daten lassen auf eine anhaltend starke Entwicklung im Dienstleistungssektor sowie eine Bodenbildung im verarbeitenden Gewerbe schließen.** Von Dezember 2025 bis Januar 2026 blieb der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor weitgehend stabil. Damit deutet er auf ein anhaltend moderates Wachstum hin, wenngleich mit einer leichten Abschwächung gegenüber dem vierten Quartal 2025 (siehe Abbildung 4, Grafik a). Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe stieg im Januar gegenüber dem vierten Quartal 2025 leicht auf 50,5 Punkte und signalisiert damit nach wie vor ein langsames Wachstum bzw. eine stagnierende Konjunktur. Obwohl es inzwischen Hinweise auf eine Bodenbildung gibt, bestehen angesichts der anhaltenden negativen Auswirkungen der höheren Zölle, der nach wie vor erhöhten Unsicherheit und der jüngsten Aufwertung des Euro keine Anzeichen für eine deutliche Erholung im verarbeitenden Gewerbe. Auch andere Indikatoren wie der EMI für den Auftragseingang deuten auf sehr verhaltene kurzfristige Aussichten für die Industrie hin. Unterdessen sank der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor von durchschnittlich 53,0 Punkten im vierten Quartal auf 51,6 Punkte im Januar. Der Rückgang deutet zwar auf eine Verlangsamung hin, doch ist die Wachstumsrate im Dienstleistungssektor nach wie vor höher als im verarbeitenden Gewerbe. Dies

<sup>2</sup> Dies bedeutet, dass das BIP 2026 um 0,4 % steigen würde, wenn sich alle vierteljährlichen Zuwachsraten im laufenden Jahr auf null beliefen (wenn also der im Schlussquartal 2025 verzeichnete BIP-Wert in allen Quartalen des laufenden Jahres unverändert bliebe).

stützt weiterhin die Einschätzung, dass sich die Wirtschaft in zwei Geschwindigkeiten erholt. Auch der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen bestätigt diesen Ausblick (siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Insgesamt berichteten die befragten Unternehmen, dass die Dynamik in den letzten Monaten allmählich zugenommen habe und das Vertrauen gestiegen sei. Dabei zeigten sich jedoch deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren und Ländern. Das Wachstum wird auch weiterhin in erster Linie durch die Aktivität im Dienstleistungssektor angekurbelt. Diese wird einerseits dadurch gestützt, dass die privaten Konsumausgaben eher in Dienstleistungen als in Waren fließen, und andererseits durch das starke Wachstum der Unternehmensausgaben für digitale (insbesondere KI-bezogene) Dienstleistungen.

**Abbildung 4**  
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

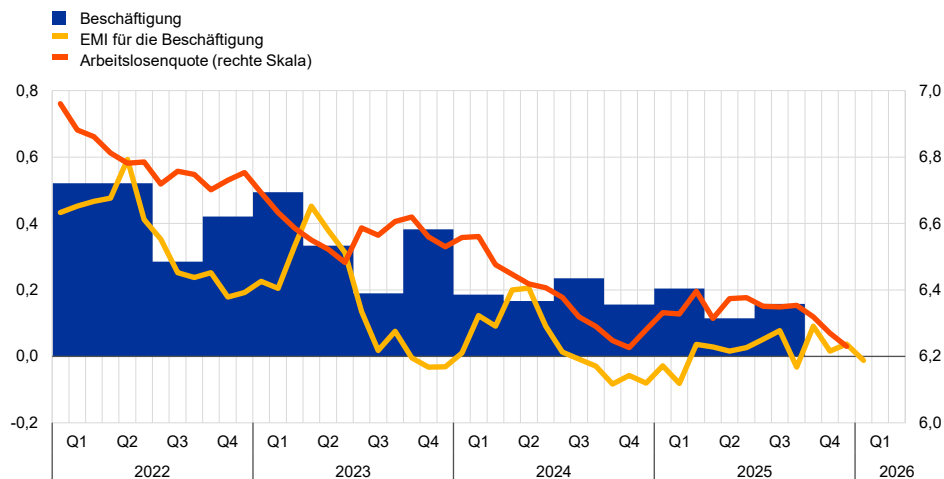
Anmerkung: Die horizontale Linie von 50 Punkten stellt die Wachstumsschwelle dar, d. h. die Trennlinie zwischen einem Anstieg und einem Rückgang des EMI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026.

**Obwohl sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter abgekühlt hat, stützt der Arbeitsmarkt weiterhin das Einkommenswachstum.** Die Beschäftigung und die geleisteten Gesamtarbeitsstunden stiegen im dritten Quartal 2025 um 0,2 % bzw. 0,4 %, was zu einer leichten Erholung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden führte (siehe Abbildung 5). Gegenüber dem Vorjahr hat sich das Beschäftigungswachstum weiter abgeschwächt. Unterdessen werden neue Stellen weiterhin mit Personen besetzt, die erstmals in den Kreis der Erwerbstätigen eintreten. Im dritten Quartal verlangsamte sich das Wachstum der Erwerbsbevölkerung gegenüber dem Vorquartal auf 0,0 %, im Jahresvergleich wuchs sie aber dennoch um 0,9 %. Zugleich lag die Arbeitslosenquote im Dezember bei 6,2 % (November: 6,3 %). Die Vakanzquote sank im dritten Quartal auf 2,2 %; ihren Höchststand von 3,3 % hatte sie im zweiten Quartal 2022 verzeichnet.

## 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 dargestellt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu erfassen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025 (Beschäftigung), Januar 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Dezember 2025 (Arbeitslosenquote).

#### Die kurzfristigen Arbeitsmarkindikatoren weisen auf ein schwaches

**Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2025 hin.** Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im vierten Quartal bei durchschnittlich 50,5 Punkten. Das Beschäftigungswachstum dürfte also schwach ausgefallen sein. Die Daten für den Monat Januar zeugen von einer negativeren Einschätzung der Beschäftigungsaussichten. Der zusammengesetzte EMI sank von 50,4 Punkten im Dezember auf 49,9 Zähler im Januar. Ausschlaggebend hierfür war der Rückgang der Dienstleistungskomponente von 51,3 auf 50,5 Punkte. Dagegen stieg der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe von 47,7 Zählern im Dezember auf 48,1 Punkte im Januar.

#### Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte im vierten Quartal 2025 wieder stärker ausgefallen sein und auch Anfang 2026 positiv bleiben.

**Entsprechende Signale gehen von den steigenden Einzelhandelsumsätzen, dem Verbrauchervertrauen und den Geschäftserwartungen aus.** Im dritten Quartal verlangsamte sich das Wachstum der Konsumausgaben, was der schwächeren Dynamik bei Dienstleistungen und Verbrauchsgütern zuzuschreiben war, obwohl diese Entwicklung teilweise durch die höhere Nachfrage nach Gebrauchsgütern mit langer und mittlerer Lebensdauer ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 6, Grafik a). Die Sparquote der privaten Haushalte sank im dritten Quartal leicht auf 15,1 %, da die Konsumausgaben stärker stiegen als das Einkommen. Gleichwohl blieb die Sparquote historisch hoch. Die hochfrequenten Indikatoren deuten für das vierte Quartal auf eine zunehmende Dynamik der privaten Konsumausgaben hin (siehe Abbildung 6, Grafik b). Die Einzelhandelsumsätze erhöhten sich im Oktober und November stärker als im dritten Quartal. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher liegt weiterhin unter seinem historischen Durchschnitt, erholte sich aber im vierten



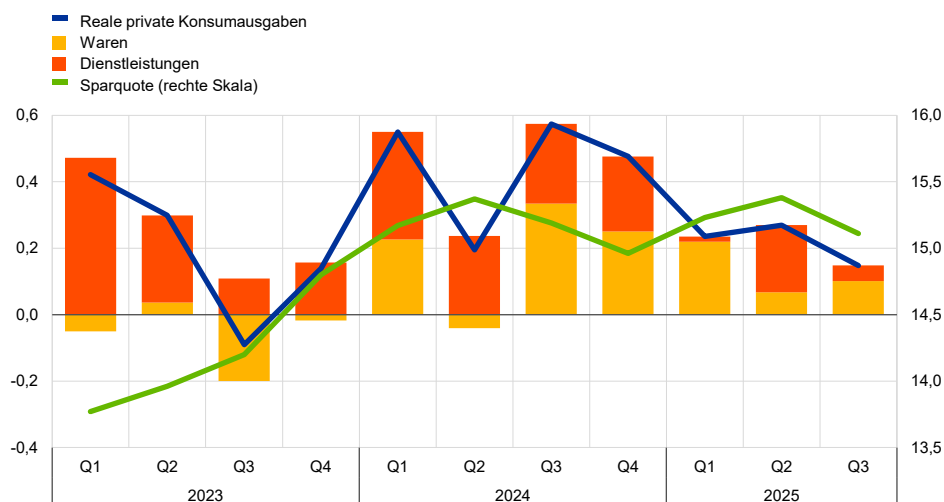
Quartal weiter. Dies war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass sich die Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf die eigene finanzielle Situation und die allgemeine Wirtschaftslage in den nächsten zwölf Monaten verbesserten. Darüber hinaus stieg der Indikator für die Geschäftserwartungen – ein von der Europäischen Kommission erhobener konsumgewichteter aggregierter Index für die Geschäftserwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Geschäftstätigkeit in den nächsten drei Monaten – im vierten Quartal an und lag deutlich über seinem langfristigen Durchschnittswert. Untermauert wird diese Einschätzung zudem durch die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen, die auf ein steigendes Vertrauen der Verbraucher hinweist. Auch aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen ergeben sich Anzeichen für ein robustes Wachstum des Dienstleistungskonsums (siehe Kasten 5). Dank solider Bilanzen und wachsender Realeinkommen dürften die privaten Konsumausgaben auch zukünftig weiter steigen. Andererseits könnten das verhaltene Beschäftigungswachstum und die zurückhaltende Kreditvergabe in Verbindung mit der fortdauernden – wenngleich abnehmenden – Unsicherheit der privaten Haushalte deren Ausgaben belasten und zu einer anhaltend hohen Sparquote beitragen (siehe Kasten 3).

## Abbildung 6

### Private Konsumausgaben und Sparquote, Verbrauchervertrauen, Geschäftserwartungen und Verbraucherunsicherheit sowie Einzelhandelsumsätze

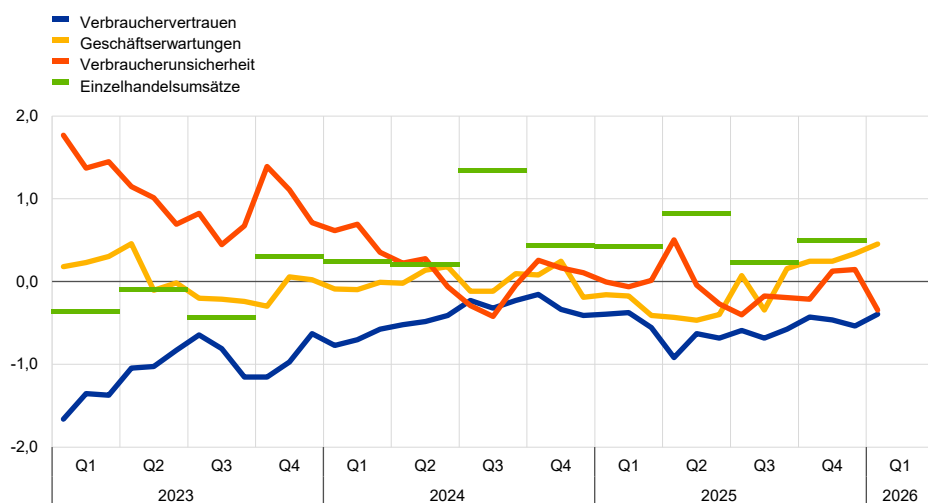
#### a) Private Konsumausgaben und Sparquote

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



#### b) Verbrauchervertrauen, Geschäftserwartungen und Verbraucherunsicherheit sowie Einzelhandelsumsätze

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a sind die Beiträge des realen inländischen Waren- und Dienstleistungskonsums skaliert, damit sie sich zum Wachstum der realen privaten Konsumausgaben gemäß den Hauptaggregaten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen aufaddieren. In Grafik b bezeichnet „Geschäftserwartungen“ den gewichteten Durchschnitt der Geschäftserwartungen für die nächsten drei Monate in Bezug auf die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die Beschäftigung im Baugewerbe, die Geschäftstätigkeit im Handel und die Nachfrage nach Dienstleistungen, die aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission stammen, gewichtet nach den sektoralen Anteilen der privaten Konsumausgaben im Euroraum aus den FIGARO-Input-Output-Tabellen für das Jahr 2023. „Verbraucherunsicherheit“ bezieht sich auf den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator für die Verbraucherunsicherheit. Alle Datenreihen sind für den gesamten Beobachtungszeitraum ab Januar 1999 standardisiert, mit Ausnahme der Verbraucherunsicherheit, die aufgrund der Datenverfügbarkeit für den gesamten Beobachtungszeitraum ab April 2019 standardisiert ist. Die jüngsten Angaben in Grafik a beziehen sich auf das dritte Quartal 2025 und in Grafik b auf Dezember 2025 (Einzelhandelsumsätze) bzw. Januar 2026 (übrige Angaben).

**Die Unternehmensinvestitionen dürften auch um den Jahreswechsel weiter gestiegen sein.** Im dritten Quartal 2025 erhöhten sich die Unternehmensinvestitionen (ohne Investitionen in geistiges Eigentum in Irland) verglichen mit dem Vorquartal um 1,1 %, wobei sowohl die Sachinvestitionen als

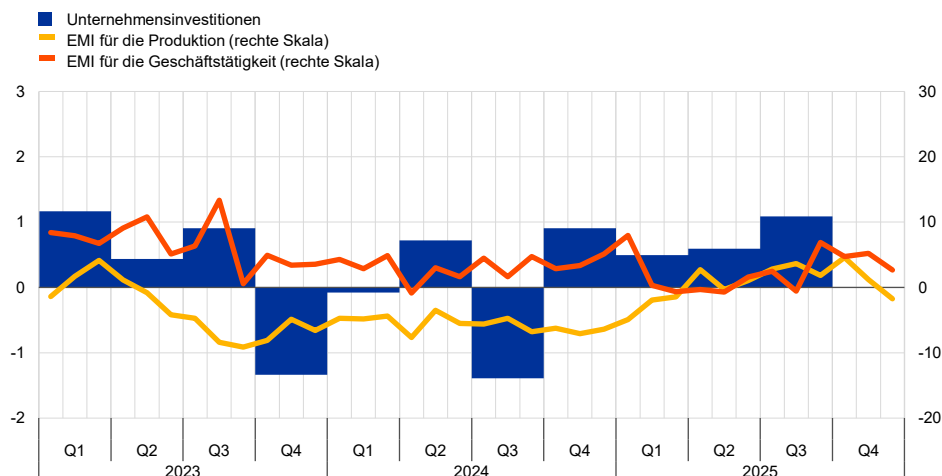
auch die immateriellen Investitionen kräftig zunahmen. Auch im vierten Quartal 2025 scheinen sich die Sachinvestitionen weiter moderat erhöht zu haben. Entsprechende Anhaltspunkte ergeben sich aus dem Vergleich der für den Zeitraum bis November vorliegenden Daten zum Wachstum der Investitionsgüterproduktion mit dem Vorquartal. Im Dezember sank der EMI für die Produktion im Investitionsgütersektor unter die Marke von 50 Punkten, was auf eine gewisse Abschwächung zum Jahreswechsel hindeutet (siehe Abbildung 7, Grafik a). Bei den immateriellen Investitionen zeigte sich hingegen eine anhaltend kräftige Dynamik. So nahm die Produktion digitaler Dienstleistungen im Oktober gegenüber dem dritten Quartal deutlich zu. Der EMI für die Geschäftstätigkeit bei den immateriellen Dienstleistungen blieb im gesamten vierten Quartal oberhalb der Marke von 50 Punkten. Laut den von der EZB befragten Unternehmen hellten sich die Investitionsaussichten im Januar allmählich auf. Dies gilt insbesondere für Projekte in den Bereichen Elektrifizierung, Rechenzentren, Energie und Verteidigung (siehe Kasten 5). Mit Blick auf die wichtigsten Investitionsfaktoren zeigt sich, dass sich die Gewinne normalisieren, das Vertrauen gestiegen ist und die Nachfragedynamik in den letzten Quartalen in etwa der historischen Norm entsprach, während sich die Kreditbedingungen geringfügig verschärft haben. Dies geht aus der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2026 hervor. Auch in den kommenden Quartalen dürften ein anhaltender Anstieg der Nachfrage, der Gewinne und des Vertrauens sowie finanzpolitische Stützungsmaßnahmen und solide Bilanzen die Investitionen fördern.

## Abbildung 7

### Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

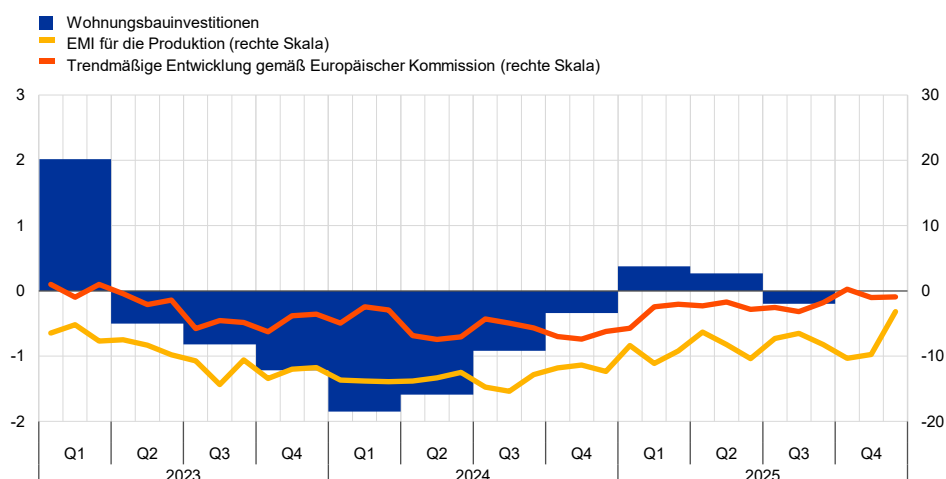
#### a) Unternehmensinvestitionen

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



#### b) Wohnungsbauinvestitionen

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



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

Anmerkung: Die Linien zeigen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten dargestellt. In Grafik a) werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Der EMI für die Produktion bezieht sich auf den Investitionsgütersektor, der EMI für die Geschäftstätigkeit auf die Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie. 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. Dezember 2025 (EMIs und von der Europäischen Kommission erhobener Indikator).

**Die Wohnungsbauinvestitionen dürften sich im vierten Quartal 2025 und zum Jahresbeginn 2026 wieder erholt haben.** Sie waren im dritten Quartal 2025 leicht um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gesunken, doch die Kurzfristindikatoren deuten darauf hin, dass der Rückgang nur vorübergehend war. Im vierten Quartal 2025 erhöhten sich die Produktion im Hochbau und die spezialisierten Bautätigkeiten im Quartalsvergleich um 0,7 %. Die Umfrageindikatoren für die Bautätigkeit bestätigen diesen positiven Trend. So verbesserte sich der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der trendmäßigen Entwicklung allmählich, und der EMI für

die Produktion im Wohnungsbau stieg deutlich an, wenngleich er nach wie vor auf einen Wachstumsrückgang hindeutet (siehe Abbildung 7, Grafik b). Darüber hinaus ergeben sich aus dem jüngsten Dialog der EZB mit Bauunternehmen und deren Zulieferern insgesamt Anzeichen einer moderaten Belebung der Wohnungsbautätigkeit. In der Gesamtbetrachtung liefern diese Entwicklungen Anhaltspunkte für eine weitere Erholung der Nachfrage nach Wohnimmobilien. Angesichts der Nachfrageerholung berichteten Bauunternehmen in den letzten Quartalen zunehmend über Engpässe beim Arbeitskräfteangebot. Unterdessen belegt die Branchenumfrage der Europäischen Kommission, dass die Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe im vierten Quartal 2025 gestiegen sind und ihren höchsten Stand seit dem zweiten Quartal 2023 erreicht haben. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmen auf kurze Sicht mit einer anhaltenden Erholung der Nachfrage rechnen. Derweil gingen die Verbraucher laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen im Dezember von leicht höheren Hypothekenzinsen aus, was im Einklang mit dem seit einigen Monaten gleichbleibenden Anteil der Befragten steht, die Wohnimmobilien als gute Wertanlage betrachten. Da die Effekte der jüngsten geldpolitischen Lockerungen noch nicht vollständig auf die Wohnungsbauinvestitionen durchwirken (siehe Kasten 4), dürfte die allmähliche Erholung aber über die kurze Frist hinaus anhalten.

**Die Ausfuhren aus dem Euroraum werden nach wie vor durch die von der US-Regierung erhobenen Zölle, den starken Euro und die schwache weltweite Nachfrage belastet. Im Dreimonatszeitraum bis Oktober 2025 nahmen sie um 0,1 % ab.** Der insgesamt verzeichnete Anstieg der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten war auf die deutliche Ausweitung der Exporte pharmazeutischer Erzeugnisse aus Irland (Abnehmpräparate) im September zurückzuführen. Diese wogen die ansonsten rückläufigen Exporte in das Land mehr als auf. Angesichts der Aufwertung des Euro und anhaltender Einbußen von Exportmarktanteilen in verschiedenen Ländern und Sektoren entwickelten sich die Exporte in andere Staaten weiterhin verhalten. Die zukunftsgerichteten Indikatoren signalisieren einen nach wie vor schwachen Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes. Im Dreimonatszeitraum bis Oktober 2025 ging das Importvolumen im Euroraum deutlich zurück (-1,1 %). Eine Ausnahme stellten die Einfuhren aus China dar, die weiterhin durch die überaus hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit, Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe und eine Abwertung der Landeswährung gegenüber dem Euro gestützt werden. Zugleich verdeutlichen die von der chinesischen Regierung verhängten Ausfuhrbeschränkungen, wie anfällig die Lieferketten sind, denn China ist nach wie vor einer der wichtigsten Lieferanten der für die Wirtschaftszweige des Euroraums so wichtigen seltenen Erden. Die Umfrageindikatoren deuten auf etwas längere Lieferzeiten der Zulieferer hin, insbesondere in Branchen, die für kritische Komponenten auf Anbieter aus dem Ausland angewiesen sind.

**Über die kurze Frist hinaus dürfte sich die allmähliche Erholung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum fortsetzen, sofern es zu keiner unerwarteten Volatilität kommt.** Laut den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2025 dürfte die Binnennachfrage über den längeren Projektionszeitraum hinweg der wichtigste

Wachstumsmotor bleiben. Die privaten Konsumausgaben sollten von steigenden Arbeitseinkommen bei gleichzeitig sinkender Sparquote profitieren. Die Unternehmensinvestitionen dürften weiter steigen, und Umfragedaten zeigen, dass die Unternehmen zunehmend in neue digitale Technologien investieren. Darüber hinaus dürften auch die erheblichen Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung die Binnennachfrage stärken. Das außenwirtschaftliche Umfeld bleibt jedoch aufgrund der höheren Zölle und der Aufwertung des Euro im vergangenen Jahr weiterhin schwierig.

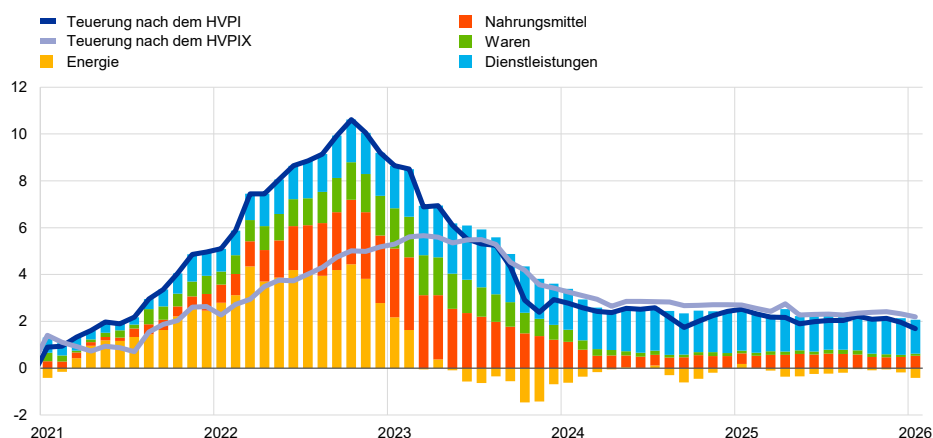
Die jährliche Gesamtinflationsrate für den Euroraum sank im Januar 2026 auf 1,7 % nach 2,0 % im Dezember 2025, wofür Rückgänge des Preisauftriebs bei Energie und der Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel verantwortlich waren.<sup>3</sup> Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich in den letzten Monaten nur wenig verändert und stehen weiterhin mit dem mittelfristigen 2%-Ziel des EZB-Rats im Einklang. Der jährliche Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer belief sich im dritten Quartal 2025 auf 4,0 % und war damit gegenüber dem Vorquartal unverändert. Der Anstieg der Tarifverdienste und zukunftsgerichtete Indikatoren, wie der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Ergebnisse der Umfragen zu den Lohnerwartungen, deuten auf eine kontinuierliche Abschwächung der Arbeitskosten hin. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor bei rund 2 %, was die Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts begünstigt.

**Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum sank von 2,0 % im Dezember 2025 auf 1,7 % im Januar 2026 (siehe Abbildung 8).**

Zurückzuführen war dieses Absinken auf Rückgänge des Preisauftriebs bei Energie und der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX). Im vierten Quartal 2025 lag die Gesamtinflation im Euroraum bei 2,1 % und stand damit weitgehend im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2025.

**Abbildung 8**  
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Waren“ umfasst Industrieerzeugnisse ohne Energie. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026 (Schnellschätzung).

<sup>3</sup> Ab dem 4. Februar 2026 sind mehrere methodische Änderungen im HVPI in Kraft getreten. Der Index wird nun nach der Europäischen Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs Version 2 (ECOICOP 2) erstellt. Darüber hinaus umfassen die Änderungen auch eine Anpassung der historischen Gewichte, die Erfassung einer neuen Position für Glücksspiele und eine Aktualisierung des Referenzjahrs für den Index (Index: 2005=100).

**Die Teuerungsrate für Energie blieb im Januar 2026 negativ und sank weiter auf -4,1 % nach -1,9 % im Dezember 2025.** Verantwortlich für diese Abnahme war in erster Linie ein umfangreicher abwärtsgerichteter Basiseffekt, da die Energiepreise im Monatsvergleich zwar stiegen, allerdings langsamer als im Januar 2025. Die bis Dezember 2025 verfügbaren Angaben zu den wichtigsten Energie-Teilkomponenten spiegeln einen Rückgang der jährlichen Preissteigerungsraten für Strom, Gas und Kraftstoffe wider, wobei die letztgenannte Teilkomponente am stärksten rückläufig war.

**Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln erhöhte sich im Januar 2026 leicht auf 2,7 % gegenüber 2,5 % im Dezember 2025.** Diese Zunahme war die Folge einer höheren Teuerungsrate bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln. Die Rate stieg hier von 3,5 % im Dezember 2025 auf 4,2 % im Januar 2026, was auf eine nicht saisonbereinigte Entwicklung gegenüber dem Vormonat zurückzuführen war, die kräftiger ausfiel als im Januar üblich. Im selben Zeitraum lag die Teuerungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel unverändert bei 2,1 %.

**Die am HVPIX gemessene Teuerung sank im Januar 2026 auf 2,2 % nach 2,3 % im Vormonat.** Dieser Rückgang spiegelte eine niedrigere Jahreswachstumsrate bei den Dienstleistungen wider, die teilweise durch einen leichten Anstieg bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie ausgeglichen wurde. Der Preisauftrieb bei Dienstleistungen verringerte sich weiter von 3,5 % im November und 3,4 % im Dezember auf 3,2 % im Januar. Laut den bis Dezember vorliegenden Angaben waren für diese verlangsamte Inflation bei den Dienstleistungen vor allem die niedrigere Jahreswachstumsrate der Teilkomponente Freizeit- und Erholungsdienstleistungen und hier vor allem jene der Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen verantwortlich. Ausgeglichen wurde dies zum Teil durch einen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Preise für Verkehrsleistungen. Im Gegensatz dazu stieg die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im Januar leicht auf 0,4 %, nachdem sie zuvor von 0,5 % im November auf 0,3 % im Dezember gesunken war. Die im Vergleich zu November relativ niedrige Dezember-Rate war einem Rückgang der Jahresteuerraten bei Gütern mit mittlerer Lebensdauer und Verbrauchsgütern geschuldet.

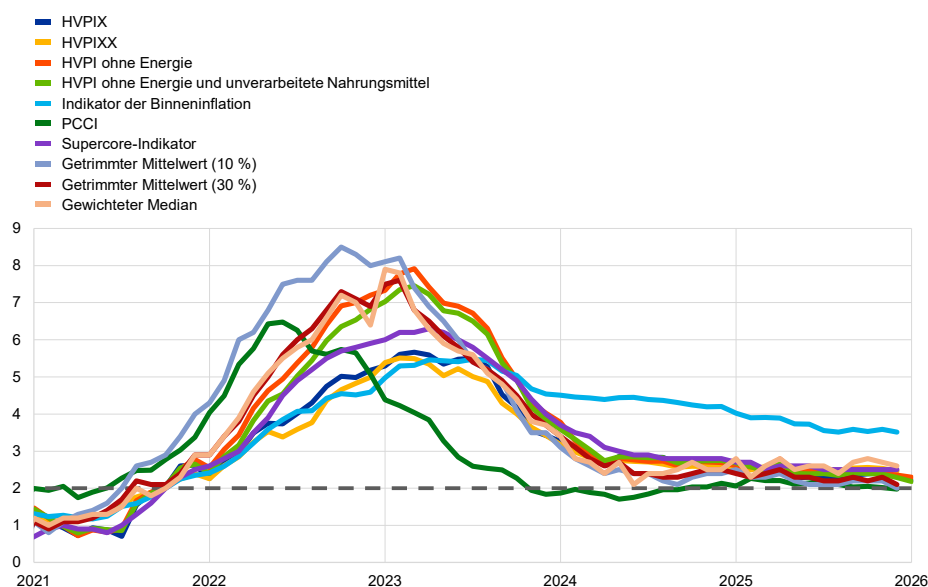
**Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation standen im Dezember 2025 und Januar 2026 nach wie vor im Einklang mit dem mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats von 2 % (siehe Abbildung 9).** Im Dezember 2025 lagen die Indikatoren in einer Spanne von 2,0 % bis 2,6 %. Von November bis Dezember sanken die meisten auf Ausschluss basierenden Messgrößen der Inflation entweder um 0,1 Prozentpunkte oder blieben stabil. Der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) war mit 2,5 % unverändert. Im selben Zeitraum verringerten sich die getrimmten Mittelwerte um 0,2 Prozentpunkte. Unter den modellbasierten Messgrößen lag die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) unverändert bei 2,0 %, während der Supercore-Indikator, der konjunkturreagible HVPI-Positionen enthält, den sechsten Monat in Folge mit 2,5 % gleich blieb. Die Binneninflation, die Positionen mit niedrigem Importgehalt umfasst, sank geringfügig von 3,6 % im November auf 3,5 % im Dezember. Die bereits für Januar 2026 verfügbaren Angaben zeigen, dass die



meisten ausschlussbasierten Messgrößen gegenüber Dezember 2025 um 0,1 Prozentpunkte zurückgingen. Der HVPI ohne Energie verringerte sich von 2,4 % im Dezember auf 2,3 % im Januar.

### Abbildung 9 Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

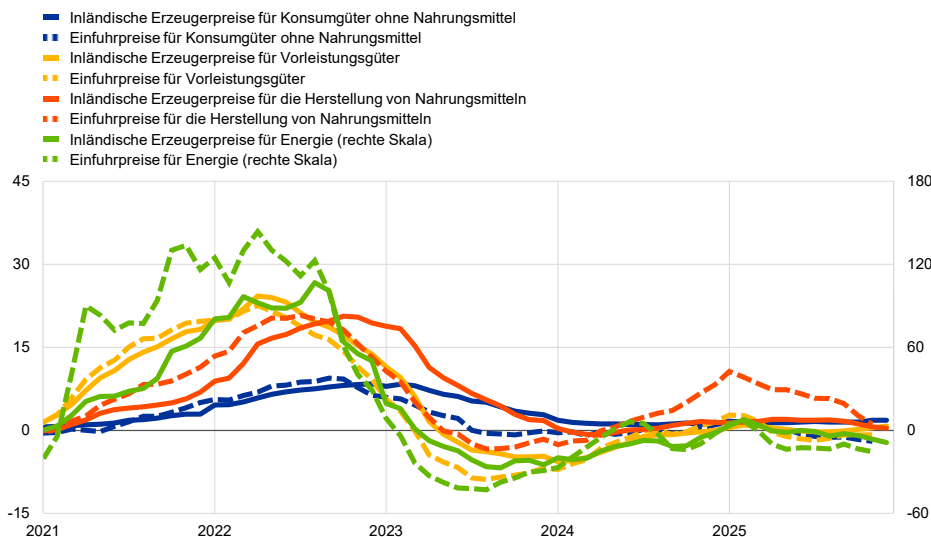
Anmerkung: HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. HVPIXX ist der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. PCCI steht für die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026 (Schnellschätzung des HVPIX, des HVPI ohne Energie und des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) bzw. Dezember 2025 (alle anderen Indikatoren).

**Die jüngsten Indikatoren, die einen Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette anzeigen, deuten darauf hin, dass dieser im Großen und Ganzen unverändert ist (siehe Abbildung 10).** Auf den vorgelagerten Stufen stieg die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter im Dezember auf 0,8 % nach 0,4 % im November. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter hingegen war mit -0,8 % im November den dritten Monat in Folge unverändert. Auf den nachgelagerten Stufen lag bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise im Dezember unverändert bei 1,8 %, während jene der Einfuhrpreise weiter in den negativen Bereich rutschte, und zwar von -1,6 % im Oktober auf -2,0 % im November. Die Jahresteuersrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel ging von 0,6 % im November auf 0,4 % im Dezember zurück. Die entsprechende Rate der Einfuhrpreise verlangsamte ihren Anstieg von 2,7 % im Oktober auf 1,1 % im November. Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass der Kostendruck vor dem Hintergrund sinkender internationaler Preise für Nahrungsmittelrohstoffe nachlässt. Insgesamt spiegelte die schwächere Dynamik der Einfuhrpreise die Aufwertung des Euro und einen abwärtsgerichteten Preisdruck infolge verbilligter Warenimporte aus China wider, während die inländischen Erzeugerpreise eine nach wie vor persistenterere Entwicklung aufwiesen.

## Abbildung 10

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

### Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck war im dritten Quartal 2025 unverändert, nachdem er zwei Jahre lang kontinuierlich gesunken war (siehe Abbildung 11). Die

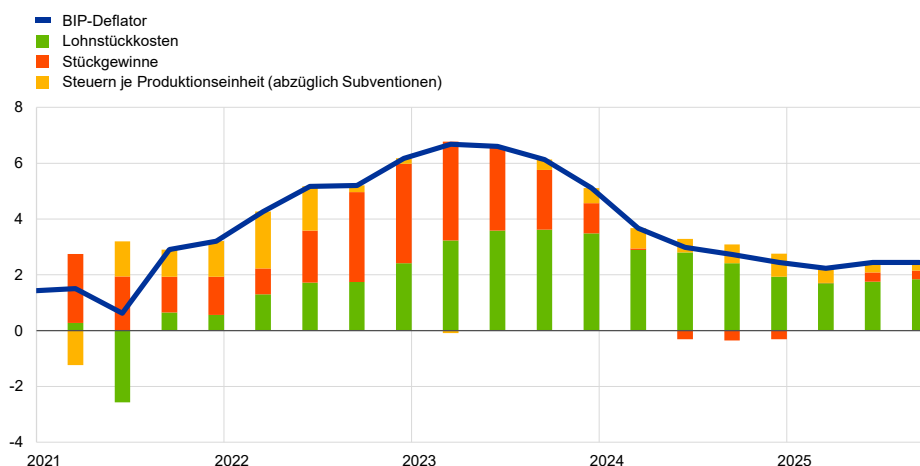
Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators blieb im dritten Quartal 2025 mit 2,4 % weitgehend stabil, was auf unveränderte Beiträge der Lohnstückkosten und der Stückgewinne, aber einen etwas geringeren Beitrag der Steuern je Produktionseinheit zurückzuführen war. Die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten erhöhte sich von 3,1 % im zweiten auf 3,3 % im dritten Quartal. Verantwortlich hierfür war eine niedrigere Arbeitsproduktivität (Rückgang von 0,8 % auf 0,7 %) im selben Zeitraum. Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wies indes mit 4,0 % keinerlei Veränderung auf. Der geringere Anstieg der Tarifverdienste (hier sank die Rate von 4,0 % im zweiten auf 1,9 % im dritten Quartal) wurde dadurch ausgeglichen, dass sich die Lohndrift im selben Zeitraum von -0,3 Prozentpunkten auf 1,9 Prozentpunkte erhöhte. Mit Blick auf die Zukunft deutet der Indikator der EZB für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der aktuelle Daten zu Tarifabschlüssen bis Mitte Januar 2026 berücksichtigt, darauf hin, dass der von steigenden Löhnen ausgehende Druck nachlassen wird. So lag das Lohnwachstum im vierten Quartal 2025 bei 3,1 % und für das Gesamtjahr bei 3,0 %; im Jahresverlauf 2026 dürfte es dann weiter zurückgehen und bei 2,7 % liegen.<sup>4</sup> Die aktuellen umfragebasierten Indikatoren zum Lohnwachstum – z. B. aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) – bestätigen diese Abschwächung. Laut der Telefonumfrage wird davon ausgegangen, dass das Lohnwachstum 2025 bei 3,2 % liegen werde, was 0,1 Prozentpunkte

<sup>4</sup> Weitere Einzelheiten finden sich unter: EZB, [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet weiterhin auf eine Normalisierung des Lohndrucks bei den Tarifverdiensten im Jahr 2026 hin](#), Pressemitteilung vom 11. Februar 2026.

niedriger ist als in der vorherigen Umfrage. Im Jahr 2026 werde es weiter auf 2,7 % abnehmen (entspricht einer Zunahme um 0,1 Prozentpunkte gegenüber der vorherigen Umfrage) und sich 2027 auf 2,5 % belaufen.<sup>5</sup>

**Abbildung 11**  
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

**Die längerfristigen Inflationserwartungen professioneller Prognostiker und geldpolitischer Analysten beliefen sich auf rund 2 % und blieben damit stabil. Die kurzfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher und ihre kurzfristige Inflationswahrnehmung bewegten sich im Dezember 2025 weitgehend**

**seitwärts.** Der in der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Februar 2026 ermittelte Median der längerfristigen Inflationserwartungen und jener aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2026 lagen weiterhin unverändert bei 2 % (siehe Abbildung 12, Grafik a). Mit Blick auf die kurzfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher und ihre kurzfristige Inflationswahrnehmung ergab die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Dezember 2025, dass die in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommene Inflation im Median bei 3,2 % lag und sich damit gegenüber November um 0,1 Prozentpunkte erhöhte. Der Median der Inflationserwartungen für die kommenden zwölf Monate war mit 2,8 % gegenüber November unverändert, während beim Median der Erwartungen bezüglich der Inflation in drei Jahren im selben Zeitraum ein leichter Anstieg von 2,5 % auf 2,6 % zu verzeichnen war (siehe Abbildung 12, Grafik b). Die Erwartungen zur Teuerungsrate in fünf Jahren erhöhten sich indes von 2,2 % auf 2,4 %.

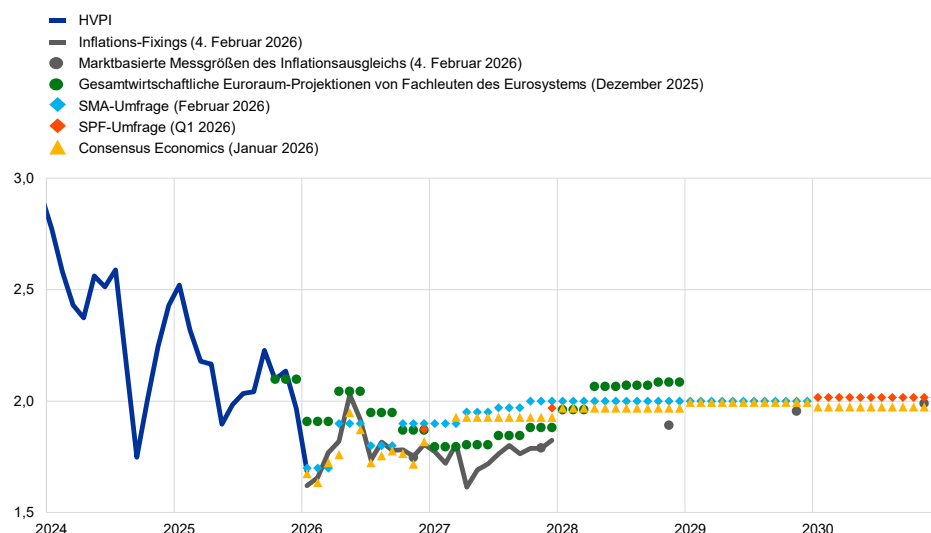
<sup>5</sup> Weitere Informationen finden sich in: de Bondt, G., Morris, R. und Roma, M., Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen, Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung 12

### Gesamtinflation, Inflationsprojektionen und -erwartungen

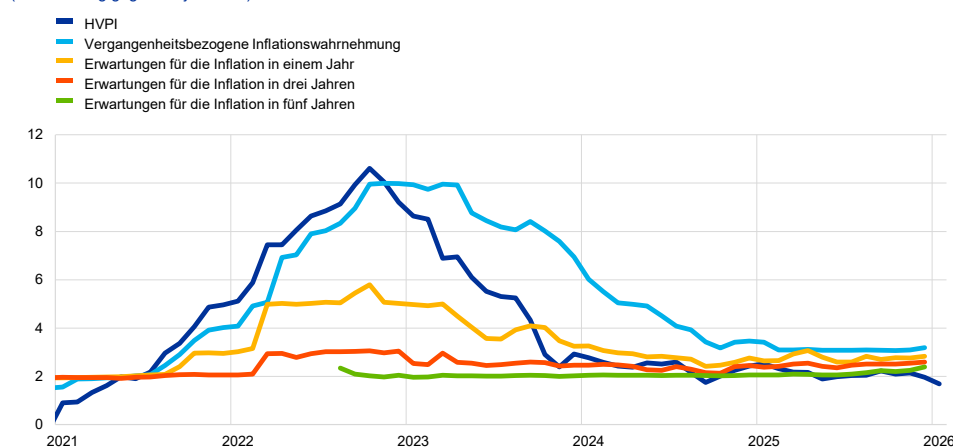
#### a) Gesamtinflation, marktbasierende Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, London Stock Exchange Group (LSEG), Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und Umfrage zu den Verbrauchererwartungen), Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2025 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a) basiert die Zeitreihe der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die Angaben zu den marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 4. Februar 2026. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das erste Quartal 2026 wurde vom 7. bis zum 12. Januar 2026 durchgeführt. Die SMA-Umfrage für Februar 2026 wurde vom 19. bis zum 21. Januar durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war der 12. Januar 2026. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2025 wurden am 3. Dezember 2025 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 26. November 2025. In Grafik b) stellen bei der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen die Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2026 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. Dezember 2025 (übrige Messgrößen).

**Die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs haben sich seit der Sitzung des EZB-Rats am 18. Dezember 2025 im kurzfristigen Bereich erhöht, deuten aber weiterhin auf eine Inflationsrate von knapp 2 % hin, wobei die längerfristigen Erwartungen nach wie vor fest verankert sind (siehe Abbildung 12, Grafik a). Im Berichtszeitraum bewegten sich die Inflation-Fixings**

(d. h. an den HVPI ohne Tabakwaren gekoppelte Swap-Kontrakte) für die erste Jahreshälfte 2026 leicht nach oben und setzten für die zweite Jahreshälfte aufgrund höherer Preise für Energie und Industriemetalle ihren Anstieg fort. Dies bedeutet, dass nach Annahme der Anleger die Inflation in den ersten Monaten des Jahres ihren Tiefstand erreichen und anschließend im restlichen Jahresverlauf wieder steigen und im Schnitt bei rund 1,8 % liegen wird. Darüber hinaus belief sich der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr auf 1,8 %. Die längerfristigen marktbasierten Erwartungen waren nach wie vor fest am Inflationsziel des EZB-Rats verankert, was sich im um Inflationsrisikoprämien bereinigten fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren widerspiegelte, der nahe bei 2 % lag.

*Die Finanzmärkte im Euroraum verzeichneten im Berichtszeitraum (18. Dezember 2025 bis 4. Februar 2026) immer wieder volatile Phasen. Angesichts der erneuten handels- und geopolitischen Spannungen wurden die Zinserwartungen nach unten korrigiert. Doch als diese Spannungen nachließen, kehrte sich die Abwärtskorrektur teilweise wieder um. Insgesamt lag die risikofreie Terminzinsstrukturkurve am Ende des Berichtszeitraums bei den kurzen Laufzeiten etwas niedriger als zu Beginn und deutete darauf hin, dass die Märkte für das Jahr 2026 keine Leitzinsänderungen erwarteten. Die mittel- und langfristigen nominalen risikofreien Zinssätze im Euroraum gaben im Berichtszeitraum leicht nach. Indessen blieben die Renditeabstände von Staatsanleihen im Großen und Ganzen stabil und wurden weiterhin durch das widerstandsfähige Wirtschaftswachstum und die robuste Nachfrage nach höher rentierenden Staatsanleihen gestützt. Die Aktienmärkte beiderseits des Atlantiks gerieten aufgrund der zunehmenden geopolitischen Spannungen zeitweise unter Abwärtsdruck. Doch die Aktien im Euroraum konnten sich anschließend erholen und legten im Berichtszeitraum insgesamt zu. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten sich erneut geringfügig und sind im historischen Vergleich nach wie vor niedrig. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht auf, gab jedoch in handelsgewichteter Rechnung etwas nach.*

**Die risikofreien Terminzinssätze im Euroraum sanken bei den kurzfristigen Laufzeiten leicht und pendelten sich auch bei den längeren Laufzeiten auf einem etwas niedrigeren Niveau ein.** Der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) lag am Ende des Berichtszeitraums unverändert bei 1,93 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 18. Dezember 2025 beschlossen hatte, die drei EZB-Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Überschussliquidität sank um rund 36 Mrd. € auf 2 434 Mrd. €. Grund hierfür war in erster Linie die Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von im Rahmen der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr reinvestiert. Die €STR-Terminzinskurve verschob sich im Januar vor dem Hintergrund der handels- und geopolitischen Spannungen nach unten. Diese Abwärtsbewegung kehrte sich jedoch teilweise um, als die Spannungen nachließen. Insgesamt deutete die €STR-Terminzinskurve am Ende des Berichtszeitraums darauf hin, dass die Märkte für dieses Jahr keine Änderung der Leitzinsen nach unten oder oben erwarteten und für die Zeit nach 2026 einen etwas flacher ansteigenden Zinspfad einpreisten. Entsprechend sank der zehnjährige nominale Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) leicht um rund 4 Basispunkte auf zuletzt 2,6 %.

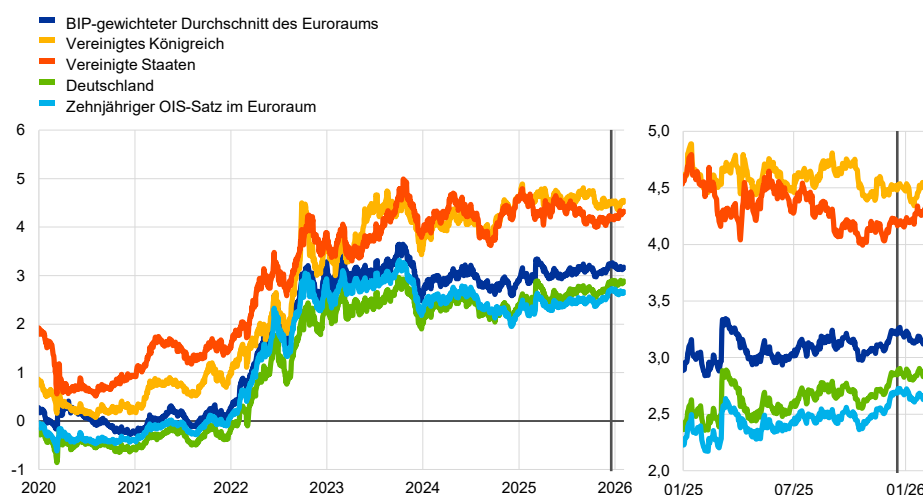
**Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum blieben weitgehend konstant und wurden weiterhin durch bessere Fundamentaldaten und die robuste Nachfrage nach höher rentierenden Staatsanleihen gestützt (siehe Abbildung 13).** Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum sank im Berichtszeitraum leicht um 5 Basispunkte. Unterdessen blieben die Renditeabstände von zehnjährigen Staatsanleihen aus dem Euroraum zum risikofreien OIS-Satz weitgehend stabil. Die geopolitischen Spannungen und die

handelspolitische Unsicherheit trugen zur Marktvolatilität bei. Allerdings hatten diese Marktturbulenzen ebenso wie die Aufwärtskorrektur der Rendite langfristiger japanischer Staatsanleihen nur begrenzte Auswirkungen auf die Staatsanleihen aus dem Euroraum. Sie wurden weiterhin von robusten Konjunkturdaten und der regen Nachfrage nach höher rentierenden Staatsanleihen getragen. Im Vergleich der größten Euro-Länder verzeichneten französische Staatspapiere im Berichtszeitraum den stärksten Renditerückgang. Sie gaben aufgrund der nachlassenden politischen Unsicherheit um rund 10 Basispunkte nach. Insgesamt waren die nationalen Unterschiede bei den Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum weiterhin historisch gering. Was die Entwicklung außerhalb des Euroraums betrifft, so stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen im Berichtszeitraum um 16 Basispunkte auf 4,3 %, während sich die entsprechende Rendite im Vereinigten Königreich um 7 Basispunkte auf 4,6 % erhöhte.

### Abbildung 13

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

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 18. Dezember 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 4. Februar 2026.

#### Die Aktienkurse im Euroraum stiegen im Berichtszeitraum, wenngleich die geopolitischen Spannungen und die handelspolitische Unsicherheit für vorübergehende Verluste sorgten.

Auf dem Höhepunkt dieser Spannungen kam es an den Aktienmärkten auf beiden Seiten des Atlantiks zu einem massiven Abverkauf. Als die Spannungen dann etwas nachließen, erholten sich die Kurse wieder. Insgesamt legten die Aktienmarktindizes des Euroraums im Berichtszeitraum um 4,5 % zu. Dabei zogen die Kurse von Finanzunternehmen um 4,9 % und jene nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 3,8 % an. Aktien aus dem Verteidigungssektor erhielten weiterhin Auftrieb von den erhöhten geopolitischen Spannungen und erzielten kräftige Gewinne. Aktien aus Sektoren, die von höheren Investitionen profitieren, darunter Telekommunikation und Versorgungswirtschaft, entwickelten sich ebenfalls überdurchschnittlich. Unterstützt wurden sie durch die Erwartungen verstärkter Investitionen in Infrastruktur und künstliche Intelligenz. In den Vereinigten Staaten verbuchten die Aktienmärkte im Berichtszeitraum ein Plus

von rund 1,5 %, wobei nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 1,6 % und Finanzunternehmen 0,2 % zulegten.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum lagen aus historischer Sicht nach wie vor auf einem niedrigen Niveau und verringerten sich im Berichtszeitraum abermals geringfügig.** Im Investment-Grade-Segment verengten sich die Abstände um 5 Basispunkte und im Hochzinsbereich um 11 Basispunkte. Innerhalb des Investment-Grade-Segments schrumpften die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 5 Basispunkte und jene von Anleihen von Finanzunternehmen um 7 Basispunkte. Im Hochzinsbereich verkleinerten sich die Renditeabstände von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften um 10 Basispunkte und jene von Finanzunternehmen um 14 Basispunkte.

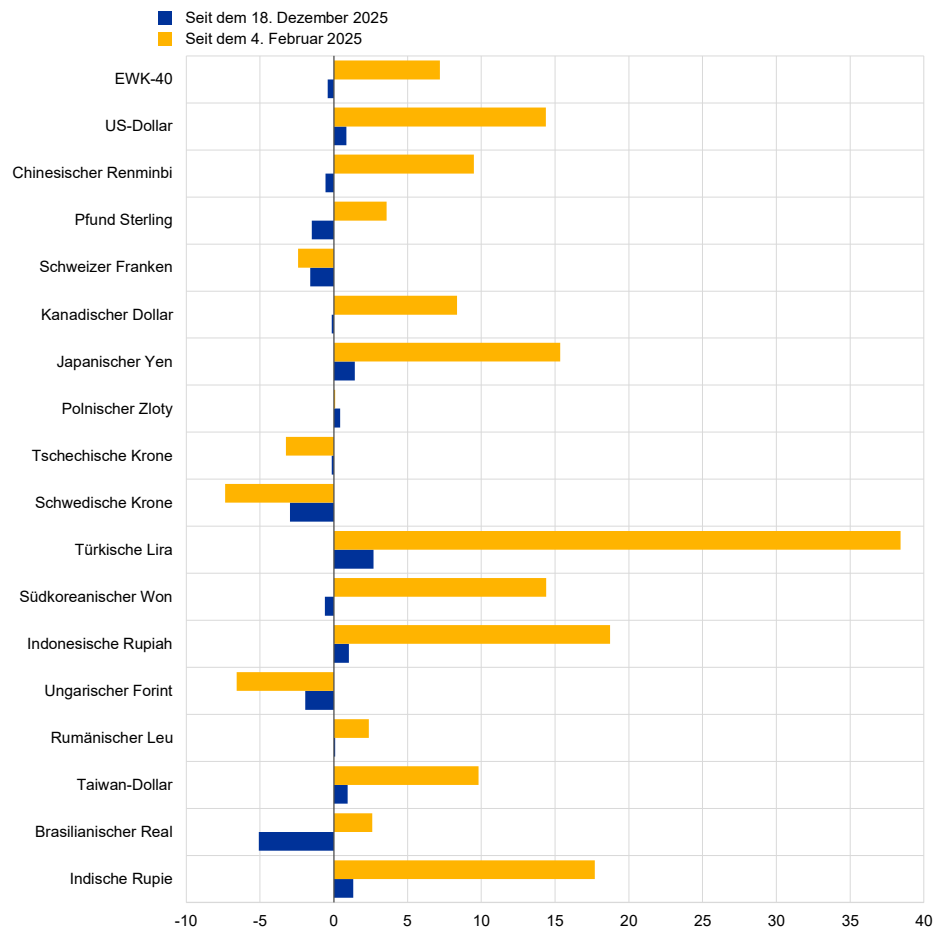
**An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht auf, gab jedoch in handelsgewichteter Rechnung etwas nach (siehe Abbildung 14).** Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, sank im Berichtszeitraum leicht (-0,4 %). Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar geringfügig auf (+0,9 %) und erreichte zwischenzeitlich seinen höchsten Stand seit Mitte 2021. Auslöser für diese Entwicklung waren die geopolitischen Spannungen und die handelspolitische Unsicherheit. Mit Blick auf die Währungen der großen Industrie- und der Schwellenländer verbuchte der Euro ein leichtes Minus gegenüber dem chinesischen Renminbi (-0,6 %) und wertete aufgrund der besseren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Vereinigten Königreich auch gegenüber dem Pfund Sterling ab (-1,5 %). Gegenüber dem Schweizer Franken gab der Euro ebenfalls nach (-1,6 %), da der Schweizer Franken nach wie vor als sicherer Hafen gilt. Diese Verluste wurden teilweise durch eine Aufwertung gegenüber dem japanischen Yen (+1,4 %) kompensiert, die auf die politischen Entwicklungen in Japan zurückzuführen war.



## Abbildung 14

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-40“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 4. Februar 2026.

*Vor dem Hintergrund der unveränderten Leitzinsen der EZB haben sich die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und an private Haushalte seit dem Sommer kaum verändert. Die durchschnittlichen Zinsen für neue Unternehmenskredite erhöhten sich im Dezember 2025 geringfügig auf 3,6 %, während die Zinssätze für neue Hypothekarkredite mit 3,3 % unverändert blieben. Das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte beschleunigte sich weiter, während das Wachstum der Unternehmenskredite weitgehend gleich blieb. Die marktbasierte Fremdfinanzierung der Unternehmen verbilligte sich im Berichtszeitraum vom 18. Dezember 2025 bis zum 4. Februar 2026. Die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital änderten sich unterdessen kaum. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2026 verschärfen die Banken ihre Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2025. Die Nachfrage nach neuen Unternehmenskrediten nahm indes abermals leicht zu. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden etwas gelockert und jene für Konsumentenkredite weiter verschärft. Derweil stieg die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten erneut moderat an. Auch die Handelsspannungen und die damit einhergehende Unsicherheit leisteten einen Beitrag zur restriktiveren Ausgestaltung der Kreditrichtlinien. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das vierte Quartal 2025, die vom 19. November bis zum 15. Dezember 2025 durchgeführt wurde, meldeten die Unternehmen, dass sich die Zinssätze der Banken erhöht und die sonstigen Kreditbedingungen weiter verschärft hätten. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sank im Dezember auf 2,8 %.*

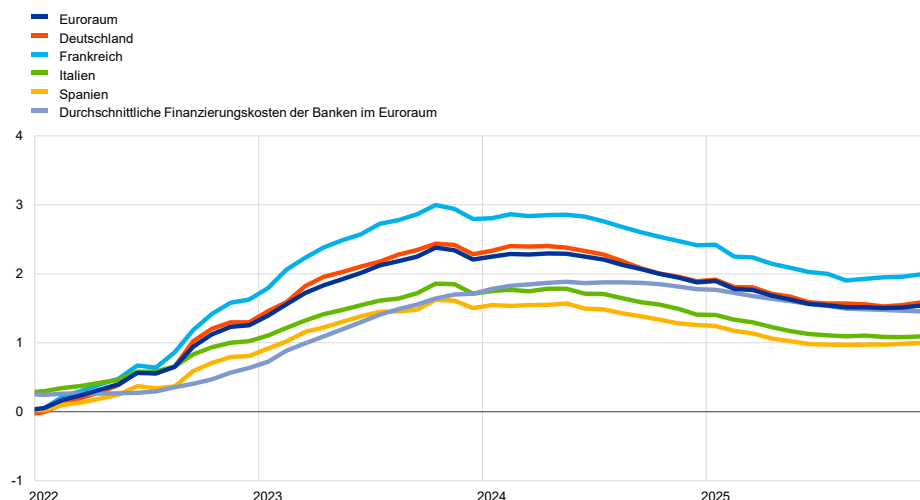
**Die Finanzierungskosten der Banken blieben im Dezember 2025 weitgehend stabil.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum belief sich im Dezember auf 1,5 % (siehe Abbildung 15, Grafik a). Den Anfang Februar 2026 vorliegenden Daten zufolge sanken die Renditen von Bankanleihen auf knapp unter 3 %, nachdem sie im Dezember noch leicht gestiegen waren. Dies entspricht weitgehend dem allgemeinen Trend, der seit Anfang 2025 zu beobachten ist, und spiegelt die Entwicklung der längerfristigen risikofreien Zinssätze wider (siehe Abbildung 15, Grafik b). Die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist veränderten sich – ebenso wie die Interbankenzinssätze – im Dezember kaum. Unterdessen erhöhten sich die Zinssätze für Termineinlagen von Unternehmen und privaten Haushalten etwas. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen war im Dezember sowohl für die Unternehmen als auch für die privaten Haushalte weitgehend unverändert. Auch der gewichtete Einlagenzins war weiterhin stabil. Er betrug 0,9 % und lag damit rund 50 Basispunkte unter seinem Höchststand vom Mai 2024.

## Abbildung 15

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

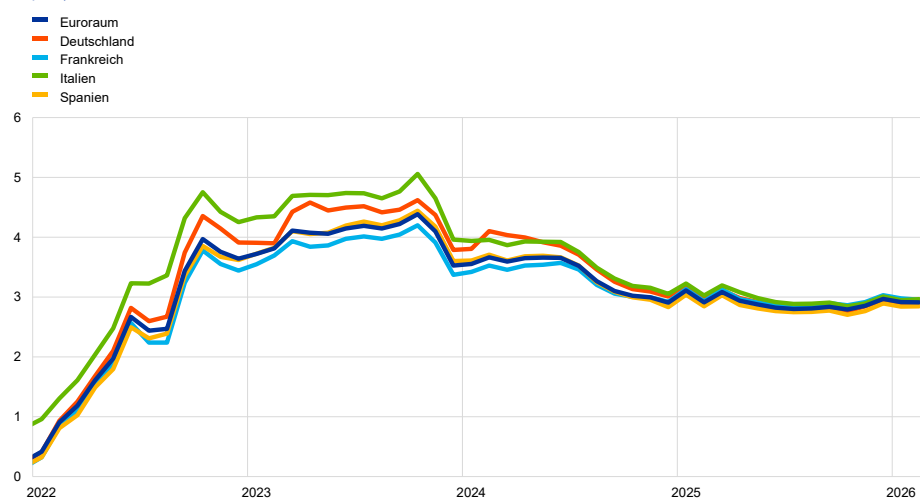
#### a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken

(in % p. a.)



#### b) Renditen von Bankanleihen

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken 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 Endfälligkeitsrendite bei Emission. Bei den Bankanleiherenditen werden die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen zugrunde gelegt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. auf den 4. Februar 2026 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

**Die Zinsen für Unternehmenskredite stiegen im Dezember an, während jene für Kredite an private Haushalte im Großen und Ganzen gleich blieben.** Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich im Dezember geringfügig auf 3,6 % (nach 3,5 % im November). Sie lagen somit rund 1,7 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023. Diese Verteuerung war in den meisten größeren Ländern des Eurogebiets zu beobachten (siehe

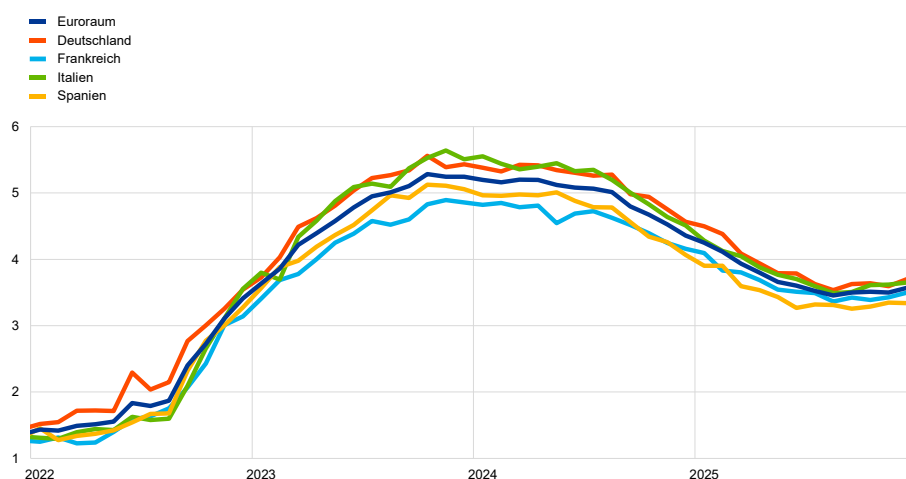
Abbildung 16, Grafik a). Sie steht auch weitgehend im Einklang mit den Daten aus der Umfrage zum Kreditgeschäft des Euroraums vom Januar 2026. Darin gaben die Banken an, ihre Bedingungen für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2025 verschärft zu haben, und zwar in erster Linie über die Kreditzinsen. Betrachtet man die Zinsbindungsfristen, so stiegen die Finanzierungskosten vor allem bei kurzfristigen Krediten (weniger als ein Jahr) und langfristigen Krediten (mehr als fünf Jahre). Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite verkleinerte sich im Dezember erheblich. Dieser Rückgang war über die größten Euro-Länder hinweg zu beobachten und vor allem dem Anstieg der Zinsen für große Unternehmenskredite geschuldet. Die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte verharrten im Dezember 2025 bei 3,3 % und lagen rund 70 Basispunkte unter ihrem Höchstwert vom November 2023, wobei es leichte Unterschiede zwischen den größeren Ländern des Euroraums gab (siehe Abbildung 16, Grafik b). Die Lücke zwischen den Kreditzinsen für Privathaushalte und für Unternehmen beträgt derzeit 25 Basispunkte und hat sich damit seit ihrem Höchststand von 140 Basispunkten im März 2024 erheblich verkleinert. Dass die Lücke positiv ist, spiegelt vor allem die Tatsache wider, dass Kredite an private Haushalte in vielen Ländern des Eurogebiets tendenziell längere Zinsbindungsfristen haben. Dadurch reagieren sie stärker auf die längerfristigen Marktzinsen. Diese sind höher als die kürzerfristigen Marktzinsen, die für die Kreditvergabe an Unternehmen ausschlaggebend sind.

## Abbildung 16

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

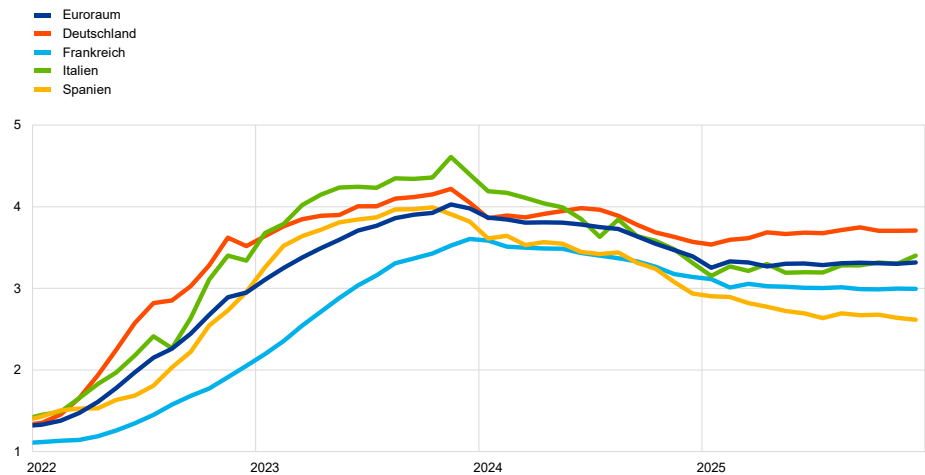
#### a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.)



## b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

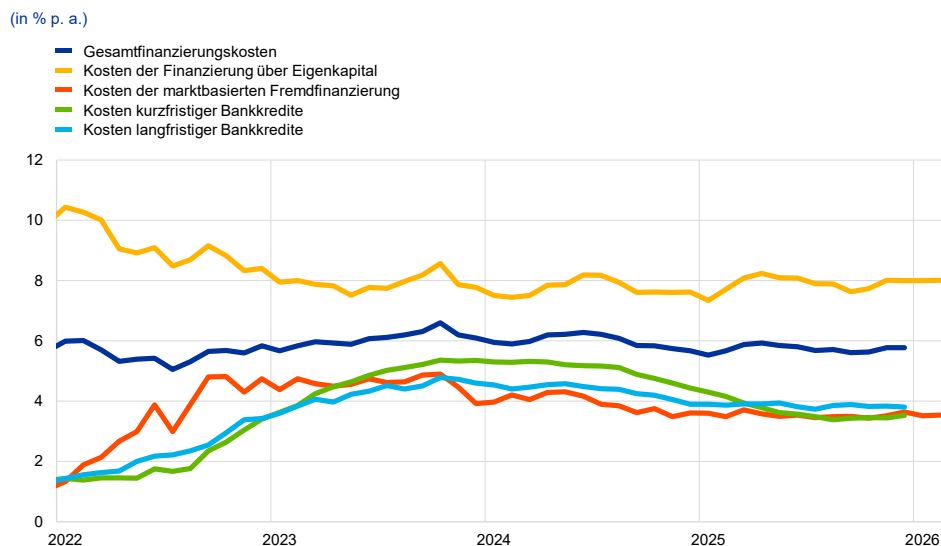
**Im Berichtszeitraum vom 18. Dezember 2025 bis zum 4. Februar 2026 verbilligte sich die marktbasierte Fremdfinanzierung der Unternehmen. Die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital änderten sich unterdessen kaum, nachdem sie im November 2025 noch leicht angestiegen waren.** Die

Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) lagen im Dezember bei 5,8 %, nach ebenfalls 5,8 % im November und 5,6 % im Oktober (siehe Abbildung 17).<sup>6</sup> In dieser Zunahme spiegeln sich die gestiegenen Kosten der Eigenkapitalfinanzierung und der marktbasierten Fremdfinanzierung sowie eine Verteuerung der Bankkredite wider. Aus den Tagesdaten für den Berichtszeitraum geht hervor, dass sich die marktbasierte Fremdfinanzierung verbilligte und die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung nahezu gleich blieben. Die gesunkenen Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung waren durch die niedrigeren risikofreien Zinssätze sowie einen Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen bedingt.

<sup>6</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Dezember 2025 vor.

### Abbildung 17

#### 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 marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), ermittelt anhand ihrer jeweiligen Bestände. Bei den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 4. Februar 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Dezember 2025 (Monatswerte).

#### Im Dezember beschleunigte sich das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte weiter, während das Wachstum der Unternehmenskredite weitgehend gleich blieb.

Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen verringerte sich marginal von 3,1 % im November auf 3,0 % im Dezember 2025; es lag damit weiterhin deutlich unter seinem historischen Durchschnitt von 4,3 % (siehe Abbildung 18, Grafik a). Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der Unternehmen blieb im Dezember mit 3,2 % unverändert. 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 2,9 % im November auf 3,0 % im Dezember (siehe Abbildung 18, Grafik b). Das Wachstum der Wohnungsbaukredite an private Haushalte verstärkte sich abermals, während sich das Wachstum der Konsumentenkredite abschwächte. Die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte – darunter auch an Einzelunternehmen – war nach wie vor gedämpft. Laut der jüngsten [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) schätzten die Privathaushalte ihren Zugang zu Krediten im Dezember als einfacher ein. Sie rechneten außerdem damit, dass sich dieser Trend in den kommenden zwölf Monaten fortsetzen wird. Das nach wie vor relativ verhaltene Kreditwachstum spiegelt zum Teil die höhere Unsicherheit hinsichtlich der globalen Wirtschaftspolitik wider. Dieser Faktor spielte im ersten Halbjahr 2025 eine wichtige Rolle und hat im

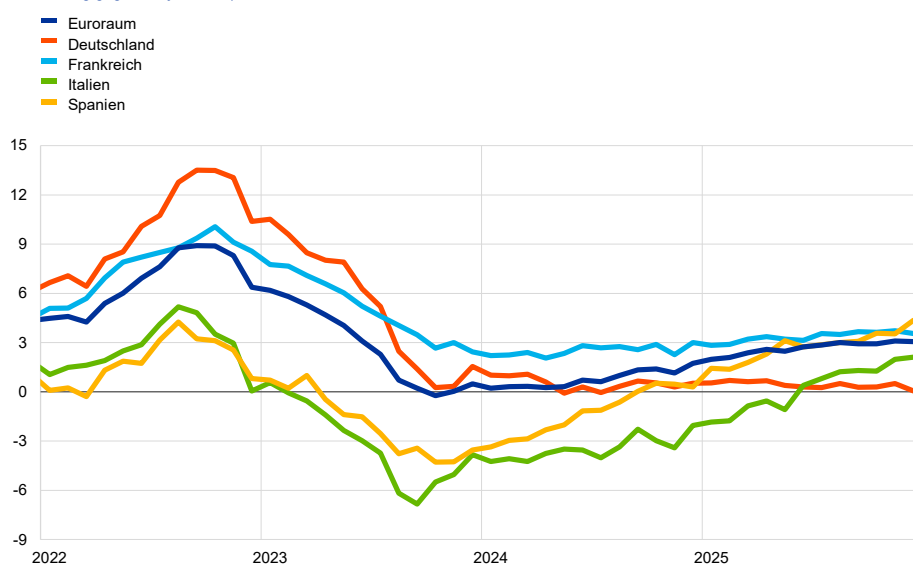
Zuge der jüngsten handelspolitischen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und der erhöhten geopolitischen Risiken wieder an Bedeutung gewonnen.<sup>7</sup>

## Abbildung 18

### MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

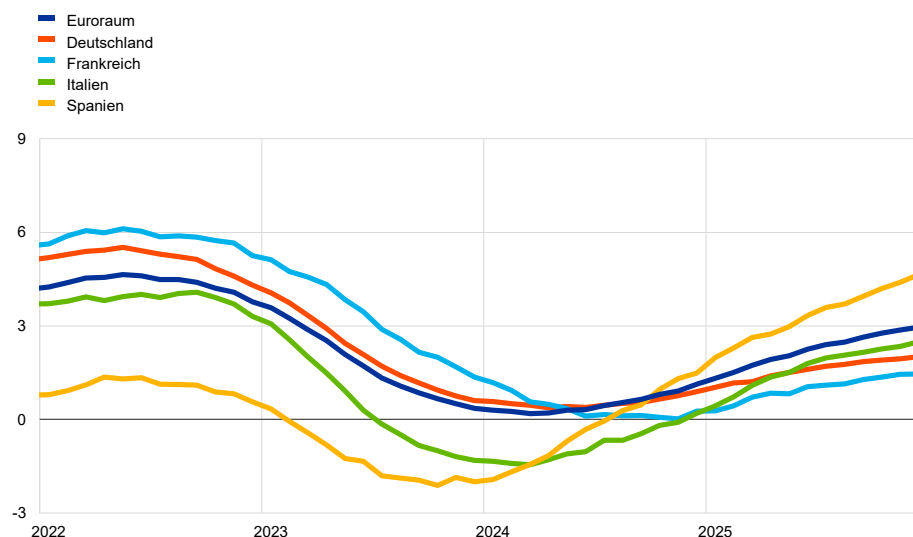
#### a) MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### b) MFI-Kredite an private Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

**Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2026 haben die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im vierten**

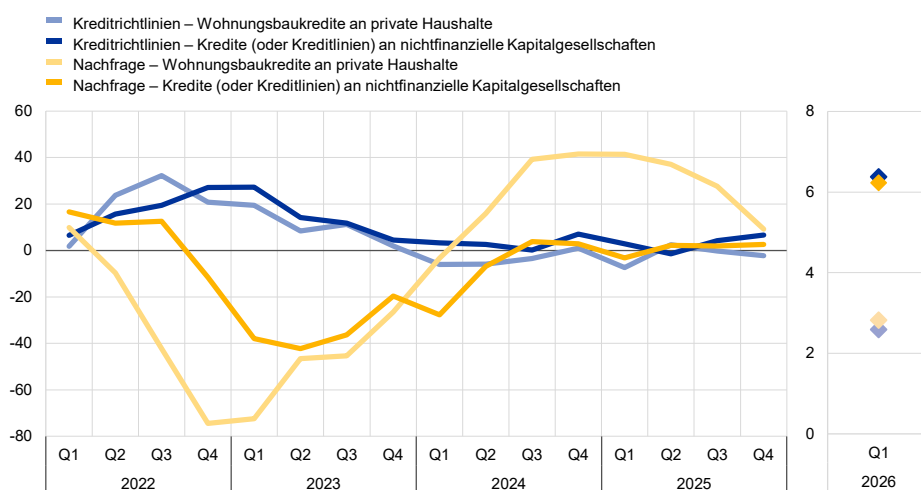
<sup>7</sup> Siehe Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P., Mendicino, C., Skoblar, A. und Velasco, S. (2025), [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#), Der EZB-Blog, 2. Oktober.

**Quartal 2025 unter dem Strich verschärft. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden indes insgesamt leicht gelockert (siehe Abbildung 19).** Zurückzuführen war die unerwartete Verschärfung der Kreditrichtlinien (einschließlich Kreditlinien) für Unternehmen im Euroraum vor allem auf höhere wahrgenommene Risiken im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten sowie auf die geringere Risikotoleranz der Banken. Die Straffung steht im Einklang mit einer hohen Risikoaversion seitens der Banken. Der Umfragezeitraum endete allerdings bereits am 13. Januar, d. h. vor der Ankündigung zusätzlicher US-Zölle auf Einfuhren aus ausgewählten europäischen Ländern am 17. Januar (die am 21. Januar widerrufen wurde). Im vierten Quartal 2025 wurden die Richtlinien für Wohnungsbaukredite etwas gelockert und jene für Konsumentenkredite erneut verschärft. Bei den Wohnungsbaukrediten hatte der Wettbewerb einen lockernden Effekt auf die Vergaberichtlinien, während sich die Risikoeinschätzung verschärfend auswirkte. Haupttriebfeder für die Verschärfung bei den Konsumentenkrediten war die geringere Risikotoleranz und höhere Risikoeinschätzung der Banken. Der Anteil abgelehnter Kreditanträge nahm den Banken zufolge bei den Unternehmenskrediten und bei den Konsumentenkrediten im Schnitt zu. Bei den Wohnungsbaukrediten blieb er indessen unverändert. Für das erste Quartal 2026 rechnen die Banken im Euroraum mit etwas restriktiveren Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten, geringfügig strengeren Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite und einer deutlichen Verschärfung bei den Konsumentenkrediten.

### Abbildung 19

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

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



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen der Banken in der aktuellen Erhebung dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2025.

**In der Umfrage berichteten die Banken, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im vierten Quartal 2025 leicht gestiegen sei. Die**



**Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten habe weiter zugenommen, wobei sich die Dynamik hier zwar abgeschwächt habe, aber nach wie vor robust sei.** Die Kreditnachfrage der Unternehmen legte im Schlussquartal 2025 ähnlich stark zu wie im Quartal zuvor. Bestimmt wurde sie vor allem durch einen gestiegenen Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie für Umfinanzierungen und Umschuldungen. Auch das Zinsniveau war der Kreditnachfrage zuträglich. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten stieg weiter, wenn auch gemäßigter als im Vorquartal. Darin spiegelten sich in erster Linie die verbesserten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt wider. Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten schwächte sich hingegen leicht ab, nachdem sie im dritten Quartal weitgehend unverändert geblieben war. Sie fiel damit etwas geringer aus als von den Banken erwartet. Gedämpft wurde die Nachfrage nach Konsumentenkrediten durch das gesunkene Verbrauchervertrauen, Auftrieb erhielt sie hingegen durch das niedrige Zinsniveau. Für das vierte Quartal 2025 erwarten die Banken eine weiter steigende Nachfrage nach Unternehmenskrediten und auch eine etwas regere Nachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten.

**Laut den Antworten der Banken auf die Zusatzfragen der Umfrage hatten die wahrgenommenen Risiken für die Kreditqualität weiterhin einen verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien. Auch die Handelskonflikte und die damit verbundene Unsicherheit wirkten in Richtung einer restriktiveren Ausgestaltung der Kreditrichtlinien und dämpften zugleich die Kreditnachfrage.** Im vierten Quartal 2025 verschlechterte sich der Zugang der Banken zur Retail-Refinanzierung und zu den Geldmärkten etwas. Der Zugang zur Refinanzierung über Schuldverschreibungen und Verbriefungen wurde hingegen etwas leichter. Für die kommenden drei Monate rechnen die Banken damit, dass ihr Zugang zur Retail-Refinanzierung, zu den Geldmärkten und zu den Verbriefungsmärkten weitgehend unverändert bleiben wird und ihr Zugang zur Refinanzierung über Schuldverschreibungen erneut etwas leichter werden dürfte. Aufsichtliche und regulatorische Maßnahmen trugen zu einer Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen sowie der liquiden Aktiva der Banken bei. In der Folge kam es zu restriktiveren Richtlinien in allen Kreditkategorien. Für 2026 erwarten die Banken unter dem Strich weitere Verschärfungen. Der Umfrage zufolge wirkten sich die Quote notleidender Kredite (NPL-Quote) und andere Indikatoren der Kreditqualität im vierten Quartal 2025 in allen Kreditkategorien insgesamt leicht verschärfend aus. Im ersten Quartal 2026 dürfte die Kreditqualität nach Einschätzung der Banken erneut einen leicht verschärfenden Einfluss auf die Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite haben. Der Effekt auf die Wohnungsbaukredite dürfte hingegen weitgehend neutral ausfallen. Die Kreditrichtlinien für das Baugewerbe, den Handel, die energieintensiven Branchen des verarbeitenden Gewerbes und den Gewerbeimmobiliensektor wurden in der zweiten Jahreshälfte 2025 restriktiver ausgestaltet. Am stärksten fiel die Verschärfung unter dem Strich für die Hersteller von Kraftwagen und Kraftwagenmotoren aus. Im Sektor der nichtfinanziellen Dienstleistungen (ohne Gewerbeimmobilien) schwächte sich die Kreditnachfrage insgesamt ab. In den übrigen Sektoren war sie entweder unverändert oder leicht rückläufig. Im ersten Halbjahr 2026 dürften die Kreditrichtlinien für die wichtigsten Wirtschaftssektoren nach Einschätzung der Banken entweder weiter verschärft werden oder weitgehend

unverändert bleiben. Außerdem erwarten die Banken eine Belebung der Kreditnachfrage in den meisten Sektoren – mit Ausnahme der Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenmotoren, des Handels und des Gewerbeimmobiliensektors. In der jüngsten Umfrage wurde zudem erstmals nach den Auswirkungen der handelspolitischen Veränderungen und der damit verbundenen Unsicherheit gefragt. Nahezu die Hälfte der Banken gab an, dass diese Entwicklungen für sie relevant seien. Die handelspolitischen Spannungen wirkten sich laut der Umfrage verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus, und zwar vor allem durch eine geringere Risikotoleranz. Überdies dämpften sie die Nachfrage nach Unternehmenskrediten. Die Banken gehen davon aus, dass diese Faktoren im Jahr 2026 einen ähnlichen Effekt haben werden.

**In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), die vom 19. November bis zum 15. Dezember 2025 durchgeführt wurde, meldeten die Unternehmen eine Verschärfung der Kreditvergabebedingungen vor dem Hintergrund steigender Kreditzinsen.**

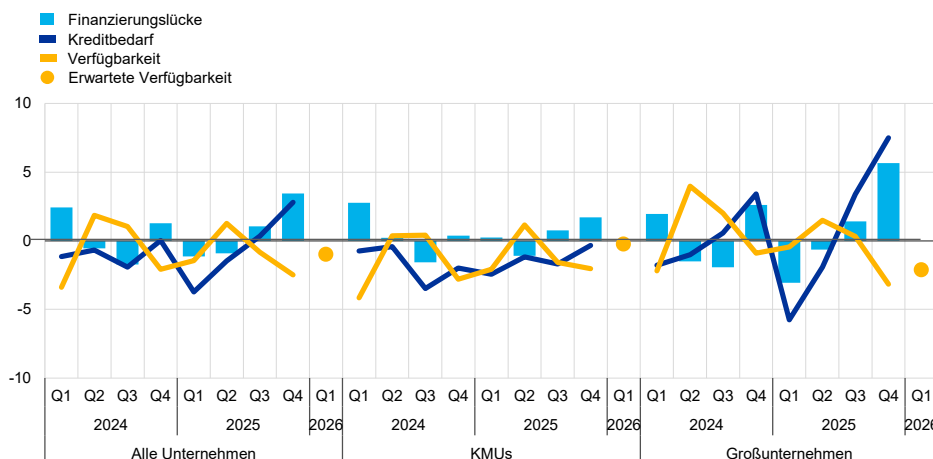
Im vierten Quartal 2025 gaben 12 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass die Bankzinsen gestiegen seien, verglichen mit 2 % im Quartal zuvor. Dabei ähnelten sich die Einschätzungen der Großunternehmen und die der kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs). Darüber hinaus gaben die Unternehmen an, dass sich die sonstigen Kreditbedingungen insgesamt weiter verschärft hätten. Insbesondere seien die sonstigen Finanzierungskosten wie Entgelte, Gebühren und Provisionen sowie die Sicherheitserfordernisse gestiegen.

**Die befragten Unternehmen berichteten außerdem, dass ihr Bedarf an Bankkrediten moderat gestiegen sei, während sich deren Verfügbarkeit minimal verschlechtert habe (siehe Abbildung 20).** Insgesamt gab ein Nettoanteil von 3 % der Unternehmen an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten im Schlussquartal 2025 zugenommen habe (nach 0 % im Vorquartal). Dies war überwiegend bei Großunternehmen der Fall, während die KMUs insgesamt von einem weitgehend unveränderten Kreditbedarf berichteten. In Bezug auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten vermeldeten die Unternehmen unter dem Strich eine Verschlechterung (Nettoanteil von 2 % nach 1 % im Vorquartal), wobei dieser Trend sowohl bei den KMUs als auch bei den Großunternehmen zu beobachten war. Dadurch weitete sich die Finanzierungslücke bei Bankkrediten – also die Differenz zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und deren Verfügbarkeit – aus. In der Umfrage meldete ein Nettoanteil von 3 % der Unternehmen eine Vergrößerung der Finanzierungslücke, verglichen mit 1 % im Vorquartal. Mit Blick auf die nächsten drei Monate gehen die Unternehmen wie im Quartal zuvor davon aus, dass die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln weitgehend unverändert bleiben wird.

## Abbildung 20

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

(Nettoanteil der befragten Unternehmen)



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

Anmerkung: Der Nettoanteil ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der wahrgenommenen Veränderung der Finanzierungslücke nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten Nettosalen werden die Werte mit 100 multipliziert. Die erwartete Verfügbarkeit wurde um einen Zeitraum nach vorne verschoben, um einen direkten Vergleich mit den realisierten Werten zu ermöglichen. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 30 (Januar bis März 2024) bis 37 (Oktober bis Dezember 2025).

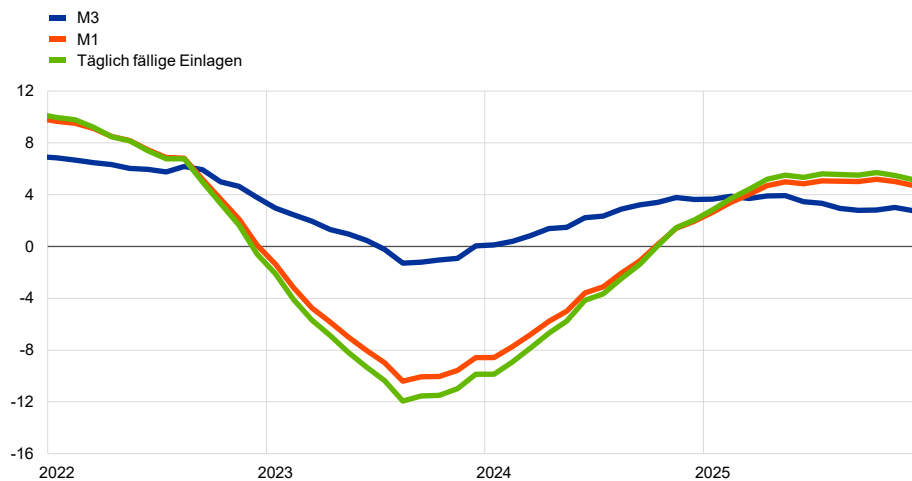
## Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sank im Dezember und blieb damit erheblich unter ihrem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung 21).

Das jährliche M3-Wachstum verlangsamte sich im Dezember auf 2,8 %, nachdem es im November leicht auf 3,0 % gestiegen war. Damit setzte sich die moderate Dynamik fort, die bereits im gesamten Jahresverlauf 2025 zu beobachten war. Das M3-Wachstum lag somit weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 6,1 %. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, verringerte sich von 5,0 % im November auf 4,7 % im Dezember. Triebfeder des M1-Wachstums waren weiterhin die täglich fälligen Einlagen. Hierin kam die starke Präferenz der Unternehmen und privaten Haushalte für liquide Aktiva zum Ausdruck. Was die Gegenposten betrifft, so leisteten im Dezember vor allem die Kredite an private Haushalte und Unternehmen sowie in geringerem Umfang die monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland einen Beitrag zur Geldschöpfung. Letztere haben sich zuletzt allerdings volatiler entwickelt und scheinen gegenüber 2024 an Stärke verloren zu haben. Gedämpft wurde das M3-Wachstum weiterhin dadurch, dass die Banken längerfristige Staatsanleihen ankauften, sowie durch die fortschreitende 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).

## Abbildung 21

### M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

# Kästen

## 1 Welche Rolle spielt die Umlenkung des Welthandels infolge der US-Zölle bei der Entwicklung der chinesischen Exporte?

Julien Le Roux und Tajda Spital

**Nach der Einführung neuer US-Zölle im Jahr 2025 veränderten sich die globalen Handelsströme von Grund auf.** In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Importwachstum drastisch ab, was einem starken Rückgang der Einfuhren aus China zuzuschreiben war. Allerdings fielen die chinesischen Exporte insgesamt überraschend hoch aus. An allen Zielmärkten außerhalb der Vereinigten Staaten wurde ein breit angelegtes Wachstum verzeichnet. Hierbei stellt sich die zentrale Frage, ob die Widerstandsfähigkeit der chinesischen Exporttätigkeit dadurch bedingt ist, dass der Handel als Reaktion auf die US-Zölle umgelenkt wurde, also eine Verlagerung der ursprünglich für einen bestimmten Markt vorgesehenen Ausfuhren auf andere Zielmärkte stattgefunden hat. Oder spielen hier andere Anpassungsmechanismen eine Rolle, wie zum Beispiel eine Umleitung des Handels über Zwischenländer? Möglicherweise ist es jedoch noch zu früh, um das volle Ausmaß der zollbedingten Handelsumlenkung beurteilen zu können. Faktoren wie Vorzieheffekte, Verzögerungen bei der Umsetzung der Zölle und Lieferverzögerungen können nämlich Einfluss darauf nehmen, wie lange es dauert, bis sich Zolländerungen in den beobachteten Handelsströmen niederschlagen. Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der chinesischen Exporte im Jahr 2025 beleuchtet. Außerdem werden erste empirische Belege für die Frage vorgestellt, ob die US-Zölle eine Umlenkung des Handels verursacht haben.

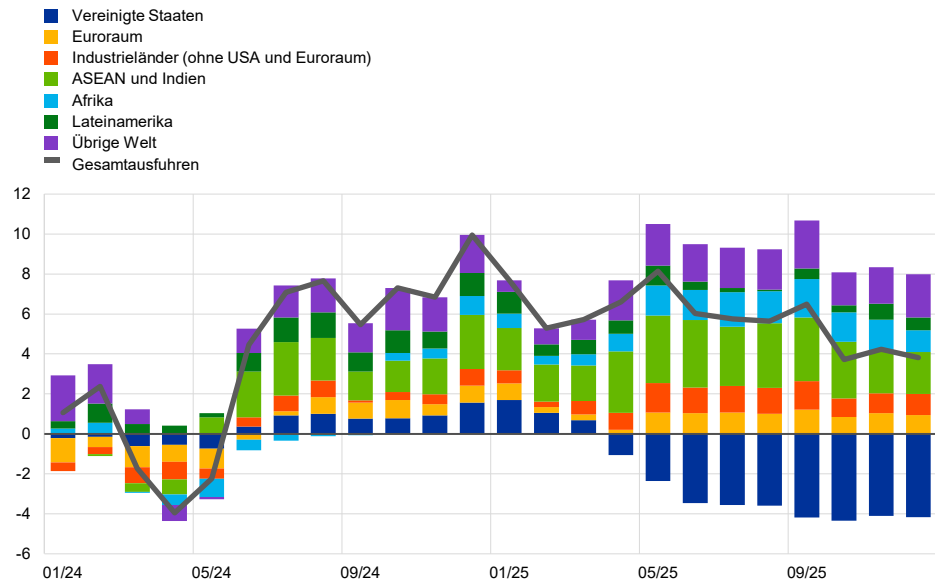
**Die chinesischen Exporte entwickelten sich 2025 erneut positiv, wiesen jedoch in Bezug auf die einzelnen Zielmärkte deutliche Unterschiede auf.** Der Wert der chinesischen Ausfuhren nahm 2025 um 5,5 % zu, verglichen mit 4,6 % im Jahr 2024. Während die Exporte in die USA um 20 % zurückgingen, blieb das Wachstum der Ausfuhren in alle anderen Regionen robust. So stieg es mit Blick auf den Euroraum um 8 %, die Länder der Vereinigung südostasiatischer Staaten (ASEAN) um 13 %, Lateinamerika um 7 % und Afrika um 26 % (siehe Abbildung A, Grafik a). Wertmäßig fielen Chinas Exporte in die Vereinigten Staaten 2025 um 104 Mrd. USD niedriger aus als im Vorjahr (siehe Abbildung A, Grafik b). Dieser Rückgang war von der Größenordnung her weitgehend mit dem Anstieg der Ausfuhren in die ASEAN-Staaten vergleichbar. Die Exporte in den Euroraum erhöhten sich moderater, und zwar um rund 32 Mrd. USD. Unterdessen nahmen die Exporte nach Afrika um 46 Mrd. USD zu, was einem beträchtlichen Anstieg im Verhältnis zum BIP der Region entspricht.

## Abbildung A

### Nominale Ausfuhren Chinas

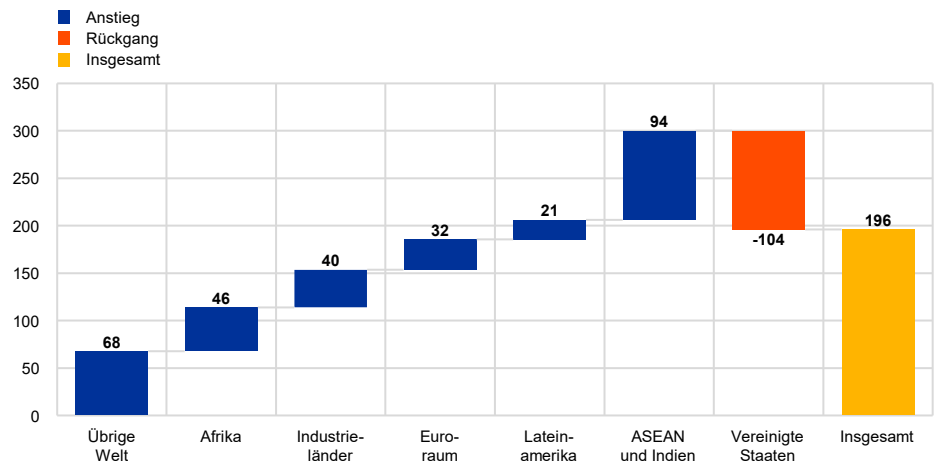
#### a) Jahreswachstumsrate

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



#### b) 2025 im Vergleich zu 2024

(Veränderung gegen Vorjahr in Mrd. USD)



Quellen: Allgemeine Zollverwaltung der Volksrepublik China (General Administration of Customs of the People's Republic of China) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildungen basieren auf Daten zum nominalen Handel in US-Dollar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

**Im Folgenden wird untersucht, ob die US-Zölle zu einer Umlenkung chinesischer Exporte geführt haben. Zu diesem Zweck werden Unterschiede in der Zollbelastung zwischen den einzelnen Produkten in einem Panel-Modell auf Produktebene mit fixen Effekten erfasst.** Es erfolgt eine Panelregression, die die Jahreswachstumsrate der chinesischen Exporte auf Produktebene ins Verhältnis zur Variation der Zölle auf Produktebene setzt, wobei umfangreiche fixe Effekte

berücksichtigt werden, die produkt- und zielmarktspezifische Trends erfassen.<sup>1</sup> Das Modell wird anhand von Daten zu den weltweiten Importen chinesischer Produkte im Zeitraum von Januar bis September 2025 geschätzt.<sup>2</sup>

**Obwohl sich die auf chinesische Waren verhängten US-Zölle unmittelbar stark negativ auf die Ausfuhren des Landes in die Vereinigten Staaten auswirkten, liegen weiterhin nur begrenzte Belege für eine breit angelegte**

**Handelsumlenkung vor.** Es gibt nach wie vor kaum empirische Analysen zu den Folgen der Zölle im Jahr 2025. Bereits vorhandene Beurteilungen stützen sich lediglich auf erste Hinweise. Unseren Modellschätzungen zufolge haben die Zölle bewirkt, dass sich die US-Importe aus China um rund 9 % verringerten (siehe Abbildung B, Grafik a), während die Handelsdaten in den ersten neun Monaten des Jahres 2025 gegenüber dem Vorjahr um etwa 17 % zurückgingen.<sup>3</sup> Diese Differenz lässt darauf schließen, dass neben den Zöllen auch andere Faktoren zum Rückgang der chinesischen Exporte in die USA beigetragen haben. Zu diesen nichttarifären Faktoren zählen die erhöhte politische Unsicherheit, das Vorziehen von Importen in Erwartung der Zollanhebungen, die schwächere Nachfrage der Vereinigten Staaten oder die leichte Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar. Zugleich gibt es in Bezug auf andere Märkte nur wenige Belege für handelsumlenkende Effekte. Ein statistisch signifikanter positiver Effekt wurde nur für afrikanische Länder und ASEAN-Staaten ermittelt, während die Auswirkungen auf den Euroraum den Schätzungen zufolge moderat und statistisch nicht signifikant sind. Aufgeschlüsselt nach Produktkategorien sind die negativen Effekte der US-Zölle bei Investitionsgütern am stärksten ausgeprägt, gefolgt von Konsumgütern und Vorleistungsgütern (siehe Abbildung B, Grafik b). Auf dieser granulareren Ebene ergeben sich einige Hinweise auf eine Umlenkung des Handels. Dies gilt insbesondere für Konsumgüter, bei denen die höheren US-Zölle auf chinesische Produkte mit einem Anstieg der Exporte in andere Märkte einhergehen.

<sup>1</sup> Wir verwenden Produktdaten, die auf der sechsstelligen Ebene der Warenklassifizierung nach dem Harmonisierten System (HS) basieren, und kombinieren sie mit Zollannahmen auf derselben Disaggregationsebene. Die von den Zöllen befreiten Produkte werden in der Stichprobe beibehalten.

<sup>2</sup> Wir replizieren den Ansatz von Cigna et al. (2022), der wiederum auf dem Ansatz von Amity et al. (2019) beruht. Die Gleichung sieht wie folgt aus:  $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN} = \beta \Delta \text{tariff}_{p,t}^{CN} + \gamma_{it} + \gamma_{ip} + \gamma_s + \epsilon_{p,i,t}$ , wobei  $p$  für ein Produkt,  $i$  für das Importland und  $t$  für die Zeit steht. Der Operator  $\Delta$  steht für Zwölfmonatsdifferenzen, um Saisonalität zu berücksichtigen. Dementsprechend misst  $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN}$  das jährliche Exportwachstum. Das Modell umfasst drei Reihen von fixen Effekten:  $\gamma_{it}$  sind länder- und zeitspezifische fixe Effekte,  $\gamma_{ip}$  länder- und produktspezifische fixe Effekte und  $\gamma_s$  sektorspezifische fixe Effekte, die gesamtwirtschaftliche Schocks, produktspezifische Trends bzw. globale sektorale Schocks berücksichtigen.

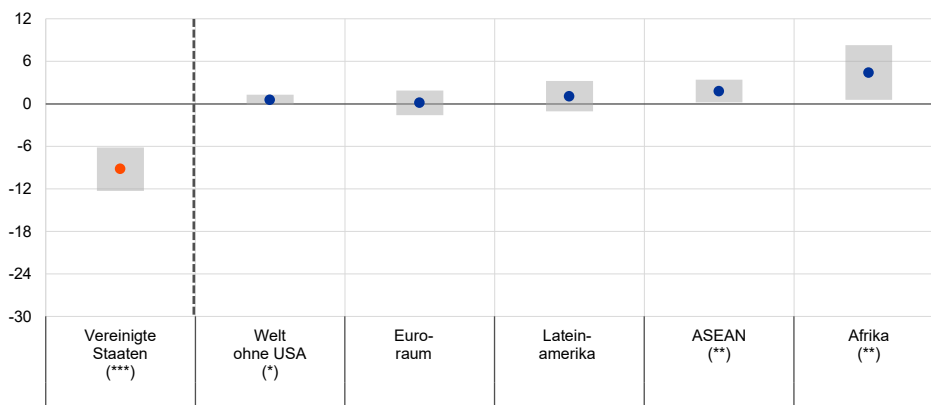
<sup>3</sup> Anfang 2025 kam es zu einer deutlichen Verschärfung der Handelsstreitigkeiten zwischen den Vereinigten Staaten und China. Im Februar und März hoben die Vereinigten Staaten die Zölle auf alle chinesischen Waren um jeweils 10 % an. Darauf folgten weitere Erhöhungen, wodurch der Zollsatz im April einen Höchststand von 125 % erreichte. Nach bilateralen Vereinbarungen wurden die Zölle im Mai und Oktober teilweise zurückgenommen. Der effektive Zollsatz, den die Vereinigten Staaten aktuell auf Waren aus China erheben, liegt bei 34 %.

## Abbildung B

### Effekt der 2025 eingeführten US-Zölle auf chinesische Exporte

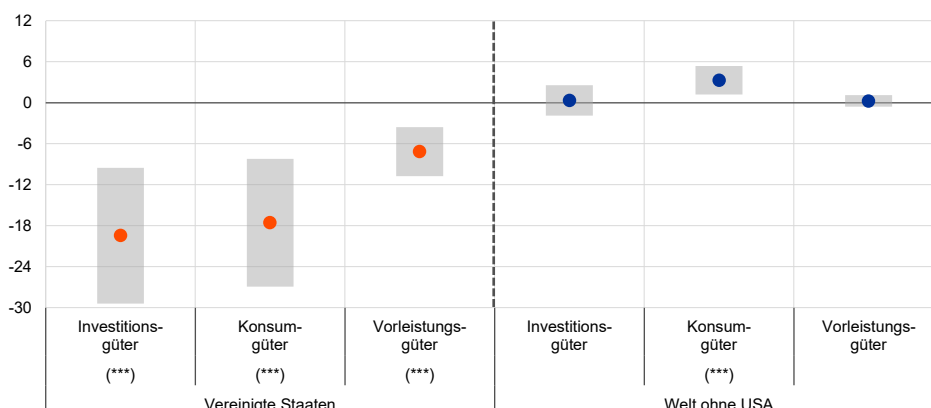
#### a) Nach Zielmarkt

(Abweichung zwischen Dezember 2024 und September 2025 in %)



#### b) Nach Warenkategorie

(Abweichung zwischen Dezember 2024 und September 2025 in %)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist jeweils die prozentuale Veränderung der chinesischen Exporte infolge der 2025 verhängten US-Zölle. Der Effekt errechnet sich durch Anwendung des von Ende 2024 bis September 2025 beobachteten durchschnittlichen Anstiegs der Zollsätze, ausgedrückt als Differenz in Prozentpunkten, auf die geschätzte Elastizität der Exporte gegenüber Zöllen. Die US-Zölle auf chinesische Exporte stiegen in diesem Zeitraum im Durchschnitt um 37 Prozentpunkte. Die grauen Balken stellen die 95%-Konfidenzintervalle um die geschätzten Koeffizienten dar, während (\*), (\*\*) und (\*\*\*) die Signifikanzniveaus von 10 %, 5 % bzw. 1 % kennzeichnen. Die Schätzstichprobe enthält Daten zu den weltweiten Einfuhren chinesischer Waren im Zeitraum von Januar bis September 2025. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2025.

**Die begrenzte, aber deutliche Umlenkung des chinesischen Handels in Richtung der ASEAN-Staaten, die nach Einführung der Zölle zu beobachten war, könnte auf eine breiter angelegte Handelsumleitung zurückzuführen sein.**

Bei einer Handelsumleitung werden Exporte über Zwischenländer umgeleitet, erreichen letztlich aber den ursprünglich vorgesehenen Zielmarkt. So sind vor allem die chinesischen Ausfuhren in die ASEAN-Länder stark angestiegen, und hier insbesondere jene von Vorleistungsgütern, die zur Weiterverarbeitung oder Montage verwendet werden (siehe Abbildung C, Grafik a). Diese Entwicklung steht im Einklang mit dem Anstieg der US-Importe aus den ASEAN-Staaten, der einzigen Region, die 2025 insgesamt einen positiven Beitrag zum Wachstum der US-Importe leistete. Auch die sektoralen Daten deuten auf eine kräftige Zunahme des Volumens chinesischer Exporte in die ASEAN-Länder hin, begleitet von sinkenden



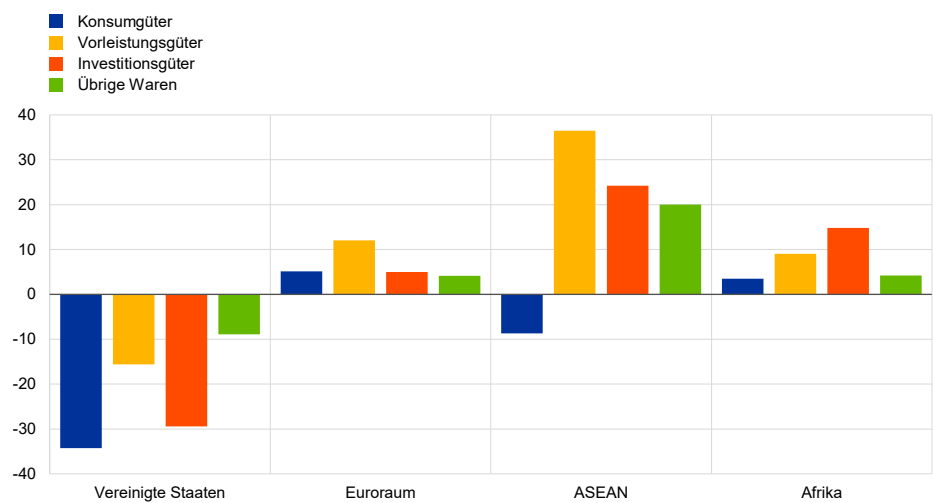
durchschnittlichen Exportpreisen in den meisten Sektoren. Dieses Verlaufsmuster steht im Einklang mit einer stärkeren Integration geringerwertiger Vorleistungsgüter in regionale Produktionsketten (siehe Abbildung C, Grafik b). Zusammengenommen lassen diese Entwicklungen den Schluss zu, dass auf die ASEAN-Region ausgerichtete Lieferketten bei der Anpassung eine Rolle spielten, wenngleich die Evidenz nach wie vor nur vorläufiger Natur ist.

### Abbildung C

Entwicklung der chinesischen Exporte im Zeitraum von Januar-November 2024 bis Januar-November 2025

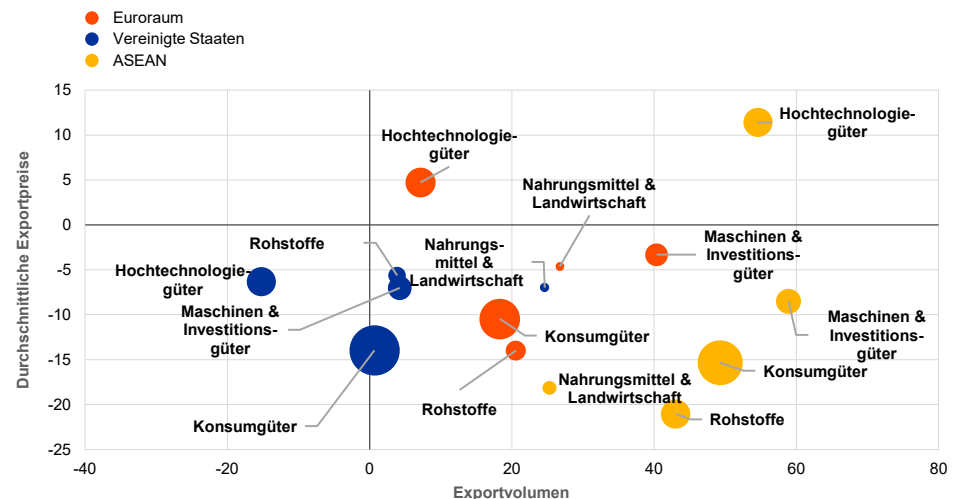
#### a) Nach Warenkategorie

(Veränderung in Mrd. USD)



#### b) Nach Handelspartner und Sektor

(Veränderung in %)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Veränderung der chinesischen Gesamtausfuhren in den ersten elf Monaten des Jahres 2025 gegenüber dem entsprechenden Vergleichszeitraum im Jahr 2024. Grafik b zeigt die Veränderung des chinesischen Exportvolumens und der durchschnittlichen Exportpreise (in US-Dollar) in den ersten elf Monaten des Jahres 2025 für jeden Handelspartner und jeden Sektor. Die Größe der Datenpunkte ist proportional zum entsprechenden durchschnittlichen Handelswert in den vergleichbaren Monaten der Jahre 2022 bis 2024. Die Liste der Hochtechnologie-güter basiert auf der Definition der Europäischen Kommission. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

**Alles in allem ist die jüngste Entwicklung der chinesischen Exporte nur begrenzt auf eine Handelsumlenkung zurückzuführen. Andere Faktoren spielen hier eine größere Rolle.** Während ein Teil des Rückgangs der

chinesischen Ausfuhren in die USA den neuen Zöllen geschuldet ist, gibt es bislang kaum Belege dafür, dass diese Maßnahmen zu einer erheblichen Umlenkung des Handels in andere Märkte geführt haben. Zollbedingte Umlenkungen scheinen moderat und auf eine kleine Produktpalette beschränkt zu sein. Dies deutet darauf hin, dass die US-Zölle nur begrenzte Übertragungseffekte auf Drittmärkte haben. Vielmehr scheint die zuletzt beobachtete dynamische Entwicklung der für andere Märkte bestimmten chinesischen Exporte auf Trends zurückzugehen, die schon vor den jüngsten Zollmaßnahmen zu beobachten waren. Eine Evidenz hierfür ist das breit angelegte Exportwachstum in wichtigen Regionen. Diesen Trends liegen mehrere Faktoren zugrunde. So hat die schwache Binnennachfrage chinesische Unternehmen dazu veranlasst, Überkapazitäten ins Ausland zu lenken. Unterstützend wirkten dabei sinkende Exportpreise, durch eine schwache Währung verstärkte Wettbewerbsgewinne sowie eine staatlich gelenkte Ausweitung der Produktionskapazitäten im verarbeitenden Gewerbe.<sup>4</sup> Auch die engere Einbindung Chinas in die Wertschöpfungsketten innerhalb Asiens verlieh den Ausfuhren des Landes an regionale Handelspartner Auftrieb.

## Literaturverzeichnis

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. und Spital, T. (2025), [Chinas steigender Handelsbilanzüberschuss: Ursachen für Exportboom und stagnierende Importe](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2025.

Amiti, M., Redding, S. J. und Weinstein, D. E. (2019), [The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 33, Nr. 4, S. 187-210.

Cigna, S., Meinen, P., Schulte, P. und Steinhoff, N. (2022), [The impact of US tariffs against China on US imports: Evidence for trade diversion?](#), Economic Inquiry, Bd. 60, Nr. 1, S. 162-173.

---

<sup>4</sup> Eingehendere Informationen zur jüngsten Entwicklung der chinesischen Exporte finden sich in: Al-Haschimi et al. (2025).

## Bestimmungsfaktoren der Strompreise für private Haushalte und energieintensive Branchen und ihre Bedeutung für die Dekarbonisierungsziele der EU

Daniela Arlia und John Hutchinson

**Auch wenn die Elektrifizierung den Kern der Dekarbonisierungsstrategie der EU darstellt, stagnierte die Stromnachfrage in den vergangenen zehn Jahren weitestgehend, und die Preise sind seit der Energiekrise 2021-2022 weiterhin hoch (siehe Abbildung A).** Der im Februar 2025 von der Europäischen Kommission auf den Weg gebrachte „Deal für eine saubere Industrie“ soll den Anteil von Strom am Bruttoendenergieverbrauch der EU von 23 % im Jahr 2024 auf 32 % im Jahr 2030 erhöhen. Da sich Strom aus erneuerbaren Quellen einfacher erzeugen lässt als andere Energieformen, muss sein Anteil am Endenergieverbrauch erhöht werden, wenn die Ziele der Erneuerbare-Energien-Richtlinie der EU erreicht werden sollen. Allerdings könnte sich dies schwierig gestalten, da der Stromverbrauch im Euroraum von 2015 bis 2023 um 6,3 % zurückgegangen ist (Eurostat, 2026).<sup>1</sup> Gleichzeitig sind die Strompreise im Vergleich zu der Zeit vor der Energiekrise von 2021-2022 nach wie vor hoch, wenngleich zwischen den einzelnen EU-Mitgliedstaaten sowie zwischen privaten Haushalten und Unternehmen erhebliche Unterschiede bestehen. Hohe Strompreise wirken sich direkt auf die privaten Haushalte aus, weil sie deren Kaufkraft schmälern, und haben gleichzeitig Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit energieintensiver Unternehmen. In diesem Kasten werden die Zusammensetzung der Energiepreise, die Faktoren, die die Preisunterschiede beeinflussen, sowie jüngste Verbrauchsmuster in den fünf größten Euro-Ländern untersucht. Das Augenmerk liegt dabei auf den privaten Haushalten und den energieintensiven Branchen.

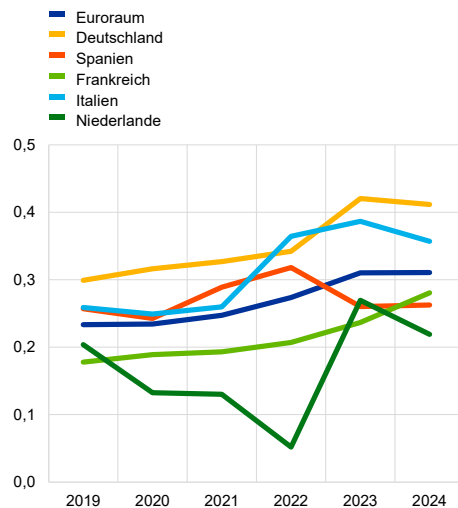
<sup>1</sup> In einem Bericht von McKinsey (2024) heißt es, dass der Anstieg der Stromnachfrage in der EU bereits durch eine geringere Nachfrage der Industrie und die schleppende Verbreitung wichtiger Elektrifizierungstechnologien wie Elektrofahrzeuge und Wärmepumpen gebremst wird. Unterdessen steigt die Stromnachfrage von Rechenzentren. Allerdings könnte diese durch die Unsicherheit im Zusammenhang mit KI-bedingten Laststeigerungen, Probleme beim Anschluss an bereits ausgelastete Stromnetze und neue Regulierungen gedämpft werden. Die Internationale Energieagentur (2024) geht davon aus, dass die Nachfrage von Rechenzentren weltweit stark ansteigen wird. Dennoch dürfte dies nur vergleichsweise wenig zum gesamten Anstieg der Stromnachfrage beitragen.

## Abbildung A

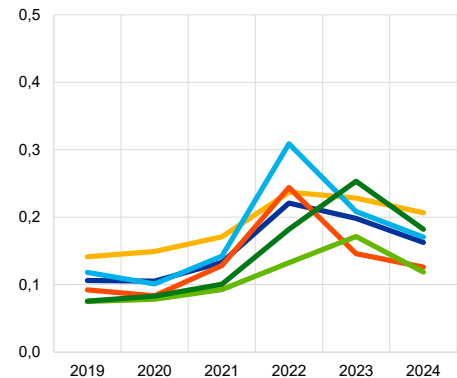
### Jährliche Strompreise für private Haushalte und energieintensive Branchen

(in €/kWh)

a) Private Haushalte



b) Energieintensive Branchen



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Strompreise für private Haushalte werden über alle Verbrauchergruppen hinweg berechnet. Energieintensive Branchen werden gemäß der Definition von Dechezleprêtre et al. (2025) kategorisiert und dann den jeweiligen Verbrauchergruppen gemäß der Europäischen Kommission (Europäische Kommission – Generaldirektion Energie et al., 2025) zugeordnet. Als energieintensiv gelten a) die Herstellung von Holz, b) die Herstellung von Papier und Zellstoff, c) Kokerei und Mineralölverarbeitung, d) die Herstellung von chemischen Erzeugnissen, e) die Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren, f) die Herstellung von sonstigen nichtmetallischen mineralischen Produkten, g) die Erzeugung und erste Bearbeitung von Nichteisenmetallen, h) die Gewinnung von Erdöl und Erdgas sowie i) der Erzbau.

### Die Energie- und Versorgungskosten machen sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den energieintensiven Branchen den Großteil der Endabrechnung für Strom aus, aber auch Steuern und Netzentgelte fallen beträchtlich ins Gewicht.

Die Strompreise für Endverbraucher lassen sich in vier Hauptkomponenten aufschlüsseln: a) Energie- und Versorgungskosten, b) Netzentgelte, c) Mehrwertsteuer und d) sonstige Steuern.<sup>2</sup> Die Kosten für Energie und Versorgung umfassen die Brennstoffkosten und die Kosten für Zertifikate im Rahmen des EU-Emissionshandelssystems (EHS). Im Jahr 2024 belief sich der Anteil der Energie- und Versorgungskosten an den Stromrechnungen der privaten Haushalte und energieintensiven Branchen im Euroraum auf rund 50 % bzw. 63 %. Die Netzkosten schlugen bei den privaten Haushalten mit 27 %, bei den energieintensiven Branchen dagegen mit nur 12 % zu Buche, da größere industrielle Verbraucher häufig direkt an Hoch- oder Höchstspannungsnetze angeschlossen sind und reduzierten Netzentgelten unterliegen. Der Anteil der Mehrwertsteuer an der Stromrechnung betrug 2024 für private Haushalte und Unternehmen etwa 14 %. Die sonstigen länderspezifischen Steuern und Preisregelungen wiesen einen Anteil von rund 10 % auf und trugen zu dem Gefälle zwischen den einzelnen Ländern bei (siehe Abbildung B).

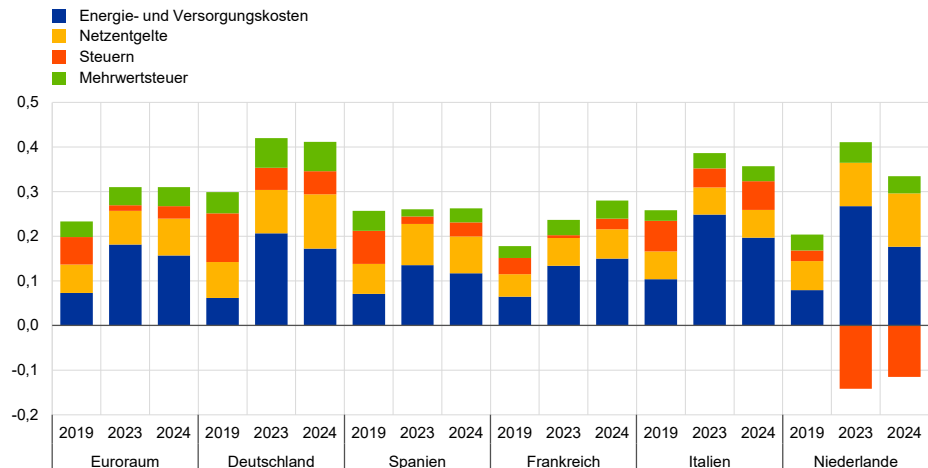
<sup>2</sup> Siehe hierzu auch: Heussaff et al. (2024) und Kuik et al. (2022).

## Abbildung B

### Aufschlüsselung der Strompreise für private Haushalte und energieintensive Branchen

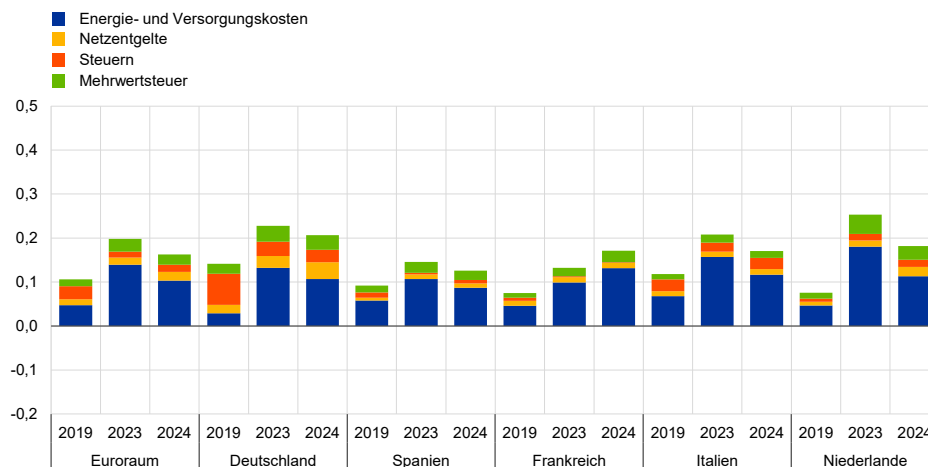
#### a) Private Haushalte

(in €/kWh)



#### b) Energieintensive Branchen

(in €/kWh)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Posten „Steuern“ umfasst Kapazitätssteuern, Steuern für erneuerbare Energien, Umweltsteuern, Kernenergiesteuern und alle anderen Steuern (d. h. Steuern, Gebühren, Abgaben oder sonstige nicht unter die vorigen Kategorien fallende Entgelte). Die Strompreise für private Haushalte werden über alle Verbrauchergruppen hinweg berechnet. Energieintensive Branchen werden gemäß der Definition von Dechezleprêtre et al. (2025) kategorisiert und dann den jeweiligen Verbrauchergruppen gemäß der Europäischen Kommission (Europäische Kommission – Generaldirektion Energie et al., 2025) zugeordnet. Als energieintensiv gelten a) die Herstellung von Holz, b) die Herstellung von Papier und Zellstoff, c) Kokerei und Mineralölverarbeitung, d) die Herstellung von chemischen Erzeugnissen, e) die Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren, f) die Herstellung von sonstigen nichtmetallischen mineralischen Produkten, g) die Erzeugung und erste Bearbeitung von Nichteisenmetallen, h) die Gewinnung von Erdöl und Erdgas sowie i) der Erzbergbau.

**Die privaten Haushalte im Euroraum zahlen für Strom etwa doppelt so viel wie energieintensive Branchen, worin sich die höheren Preise aller Komponenten der Stromrechnung widerspiegeln (siehe Abbildung B).** In Frankreich und den Niederlanden zahlen die privaten Haushalte rund 64 % bzw. 20 % mehr als energieintensive Branchen. In Deutschland, Spanien und Italien, wo die Strompreise für die privaten Haushalte rund 100 % höher sind, kommt dies noch stärker zum

Tragen. Länder, die für die Stromerzeugung auf den Import von fossilen Brennstoffen angewiesen sind, weisen tendenziell höhere Strompreise auf, da die Grenzkosten bei diesen Brennstoffen in der Regel höher sind als bei Kernenergie oder erneuerbaren Energien. Zusätzlich tragen länderspezifische Steuern und Regulierungen in Bezug auf die Netzentgelte dazu bei, dass die Stromendpreise in den einzelnen Ländern erheblich voneinander abweichen.<sup>3</sup>

**Seit der Zeit vor der Energiekrise sind die Strompreise für energieintensive Branchen stärker gestiegen als für private Haushalte (siehe Abbildung B).**

Von 2019 bis 2024 stiegen die Strompreise für energieintensive Branchen um etwa 53 % und für private Haushalte um rund 33 %. Bedingt war dies in beiden Fällen überwiegend durch höhere Kosten der zugrunde liegenden Brennstoffe. Als Reaktion auf die Energiekrise wurden Ausgleichsmaßnahmen wie Energiepreisobergrenzen eingeführt, um die Auswirkungen auf die Endkundenpreise abzumildern, wovon sowohl private Haushalte als auch Unternehmen profitierten.<sup>4</sup>

**Gestiegene Strompreise haben die Gesamtausgaben für private Haushalte und energieintensive Branchen beträchtlich erhöht, obwohl der Verbrauch – vor allem in den energieintensiven Branchen – gesunken ist (siehe Abbildung C).**

Die Aufschlüsselung der Gesamtausgaben für Strom in Preise und Verbrauch zeigt, dass die höheren Strompreise für den Anstieg der Ausgaben verantwortlich sind. Von 2019 bis 2023 sank der Stromverbrauch energieintensiver Branchen im Euroraum um rund 14,5 %, während der Stromverbrauch der privaten Haushalte um etwa 1,5 % zurückging.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Eine ausführliche Erörterung der Strompreisbildung in Europa findet sich in: De Sanctis et al. (im Erscheinen).

<sup>4</sup> Eine ausführliche Erörterung der finanzpolitischen Maßnahmen als Reaktion auf die Energiekrise findet sich in: Ferdinandusse et al. (2024).

<sup>5</sup> Eurostat-Daten zu den Verbrauchswerten nach Sektoren sind gegenwärtig nur bis 2023 verfügbar.

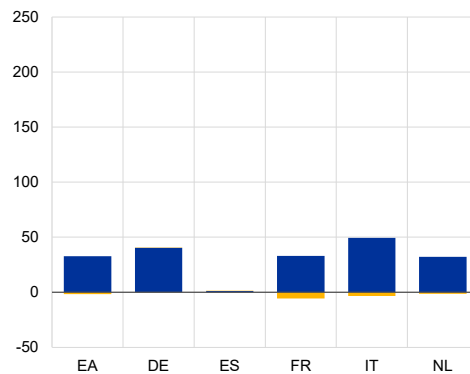
## Abbildung C

### Aufschlüsselung des Wachstums der Gesamtausgaben von privaten Haushalten und energieintensiven Branchen

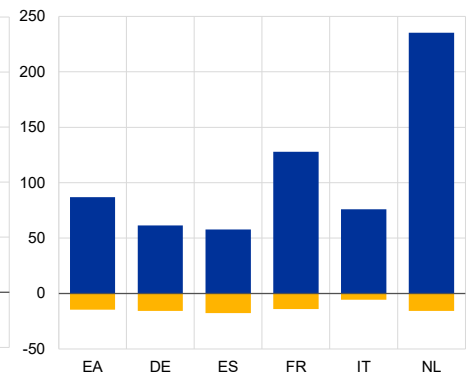
(Veränderung von 2019 bis 2023 in %)

a) Private Haushalte

■ Preis  
■ Verbrauch



b) Energieintensive Branchen



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Strompreise und der Stromverbrauch der privaten Haushalte werden über alle Verbrauchergruppen hinweg berechnet. Verbrauchsdaten liegen nur bis 2023 vor. Energieintensive Branchen werden gemäß der Definition von Dechezleprêtre et al. (2025) kategorisiert und dann den jeweiligen Verbrauchergruppen gemäß der Europäischen Kommission (Europäische Kommission – Generaldirektion Energie et al., 2025) zugeordnet. Als energieintensiv gelten a) die Herstellung von Holz, b) die Herstellung von Papier und Zellstoff, c) Kokerei und Mineralölverarbeitung, d) die Herstellung von chemischen Erzeugnissen, e) die Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren, f) die Herstellung von sonstigen nichtmetallischen mineralischen Produkten, g) die Erzeugung und erste Bearbeitung von Nichteisenmetallen, h) die Gewinnung von Erdöl und Erdgas sowie i) der Erzbau.

### Die Auswirkungen der EHS-Kosten auf die Strompreise sind in Ländern mit weniger CO<sub>2</sub>-intensiver Stromerzeugung geringer (siehe Abbildung D).

Die CO<sub>2</sub>-Intensität ist deutlich zurückgegangen, da Länder von Kohle auf sauberere Brennstoffe und seit 2010 auch immer mehr auf erneuerbare Energien umstellen (Europäische Umweltagentur, 2025).<sup>6</sup> Frankreich weist bei der Stromerzeugung die geringste Treibhausgas-Emissionsintensität auf, da es seit vielen Jahren auf Kernenergie setzt. Im Gegensatz dazu sehen sich Länder mit einer vergleichsweise hohen CO<sub>2</sub>-Intensität einem stärkeren Kostendruck durch das EHS gegenüber, wobei dessen Anteil am Strompreis bis zu 9 % erreichen kann.<sup>7</sup> Dieser Anteil ist bei energieintensiven Unternehmen in der Regel höher, da die Energie- und Versorgungskosten einen größeren Anteil an ihren Stromrechnungen ausmachen.

<sup>6</sup> Die Treibhausgas-Emissionsintensität stieg in Deutschland und Italien von 2020 bis 2021 leicht um 10 % bzw. 24 %, hat jedoch inzwischen wieder ähnliche Werte wie 2020 erreicht.

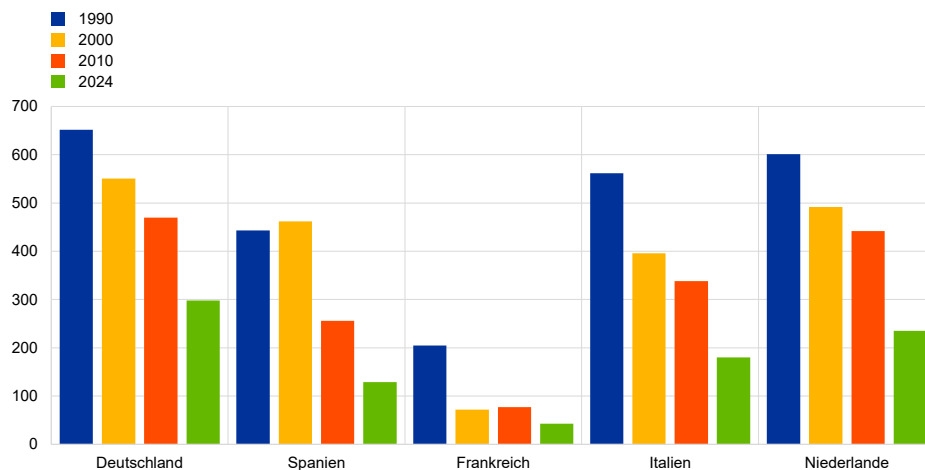
<sup>7</sup> Eine Erörterung der Beiträge der Erdgas- und EHS-Preise zu den Strompreisen findet sich in: Kuik et al. (2022).

## Abbildung D

### Treibhausgas-Emissionsintensität und EHS-Kosten in einzelnen Ländern

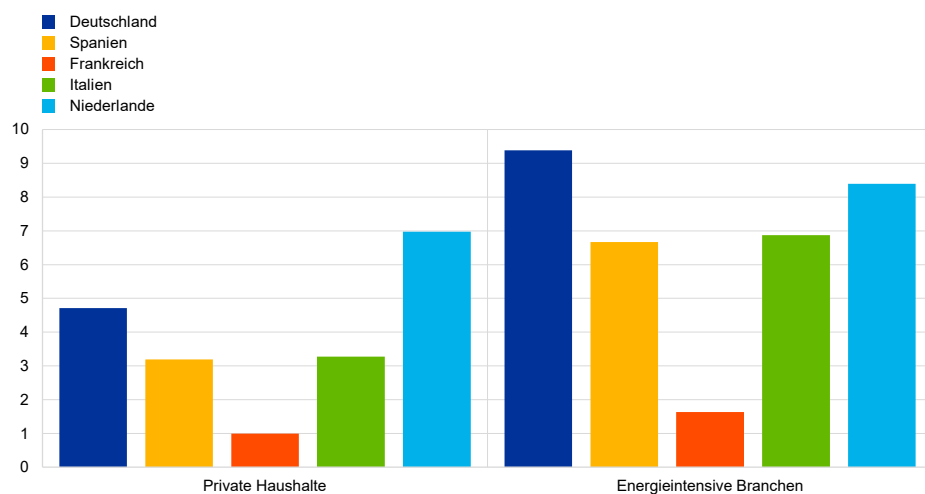
#### a) Entwicklung der Treibhausgas-Emissionsintensität

(in g CO<sub>2</sub>-Äquivalent/kWh)



#### b) Anteil der EHS-Kosten am Gesamtstrompreis im Jahr 2024

(in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Umweltagentur und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die EHS-Kosten in den einzelnen Ländern wurden berechnet, indem die EHS-Preise von 2024 von 65 € pro Tonne CO<sub>2</sub> mit dem Volumen der Treibhausgasemissionen pro Kilowattstunde Strom im selben Jahr im jeweiligen Land multipliziert wurden. Diese Werte wurden verwendet, um den relativen Anteil der EHS-Kosten am Gesamtstrompreis für private Haushalte und energieintensive Branchen im jeweiligen Land zu berechnen.

**Insgesamt hängt die Erreichung der Dekarbonisierungsziele der EU davon ab, ob die Elektrifizierungsziele erreicht werden, was sich durch niedrigere Strompreise begünstigen ließe.** Dass die Strompreise nicht in allen Euro-Ländern gleich sind, ist auf die unterschiedlichen Energiemixe zurückzuführen: Länder, die bei der Stromerzeugung stärker auf importierte fossile Brennstoffe setzen, haben in der Regel höhere Strompreise.<sup>8</sup> Zusätzliche Faktoren, die zu Diskrepanzen zwischen den einzelnen Ländern beitragen, sind die begrenzte Interkonnektivität der

<sup>8</sup> In einer aktuellen Studie von Navia et al. (2025) wird geschätzt, dass die Strompreise bis 2030 um durchschnittlich 26 % gegenüber den Preisen von 2024 fallen könnten, wenn die europäischen Länder ihre Ziele für Solar- und Windenergie erreichen.



Märkte, nationale Steuern, politische Entscheidungen und die Regulierung von Netzwerkentgelten. Auch wenn kurzfristige Entlastungsmaßnahmen wie Preisobergrenzen und Steuerermäßigungen den Preisdruck mindern können, beheben sie nicht die eigentlichen Ursachen hoher Strompreise. Diese Maßnahmen sollten so konzipiert sein, dass Dekarbonisierungsanreize für energieintensive Branchen nicht verloren gehen. Daher kombiniert die Europäische Kommission in ihrem Aktionsplan für erschwingliche Energie Maßnahmen zur sofortigen Entlastung mit strukturellen Maßnahmen zur Senkung der Strompreise. Darüber hinaus sollen das jüngst angekündigte Paket „Europäische Netze“ und die Initiative „Energieautobahnen“ die Energieinfrastruktur Europas erweitern und modernisieren.<sup>9</sup> Letztlich ist die Sicherstellung einer bezahlbaren, sicheren und nachhaltigen Energieversorgung von zentraler Bedeutung für die Dekarbonisierungsstrategie und langfristige wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit der EU (Parker et al., 2026; Lagarde, 2025).

## Literaturverzeichnis

- Dechezleprêtre, A., Dernis, H., Díaz, L., Lalanne, G., Sancho, S. R. und Samek, L. (2025), [A comprehensive overview of the Energy Intensive Industries ecosystem](#), OECD Science, Technology and Industry Working Papers, Nr. 2025/09.
- De Sanctis, A., Grynberg, C. und Vinci, F. R. (im Erscheinen), The European Energy Landscape and Industrial Competitiveness: Making the Case for an Energy Union, Occasional Paper Series der EZB.
- Europäische Kommission – Generaldirektion Energie, E3-Modelling, Enerdata, Ludwig-Bölkow-Systemtechnik, Öko-Institut und Trinomics (2025), [Study on energy prices and costs: evaluating impacts on households and industry – 2024 edition](#).
- Europäische Umweltagentur (2025), [Greenhouse gas emission intensity of electricity generation in Europe](#), 6. November.
- Ferdinandusse, M. und Delgado-Téllez, M. (2024), [Finanzpolitische Reaktionen auf Energiepreisschock, Inflationsschock und Klimawandel](#), Kasten 8, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2024.
- Heussaff, C. (2024), [Decarbonising for competitiveness: four ways to reduce European energy prices](#), Policy Brief, Nr. 32/2024, Bruegel, 5. Dezember.
- Heussaff, C., Jüngling, E., Tagliapietra, S. und Zachmann, G. (2025), [Who should be charged? Principles for fair allocation of electricity system costs](#), Policy Brief, Nr. 16/2025, Bruegel, 24. April.
- Internationale Energieagentur (2024), [World Energy Outlook 2024](#), 16. Oktober.

---

<sup>9</sup> Eine ausführliche Erörterung der kurzfristigen Maßnahmen zur Senkung der Strompreise findet sich in: Heussaff et al. (2025).

Kuik, F., Adolfsen, J. F., Lis, E. M. und Meyler, A. (2022), [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), EZB, Wirtschaftsbericht 4/2022.

Lagarde, C. (2025), [Europe's road to renewables](#), Rede auf der Klimakonferenz der Norges Bank, Oslo, 21. Oktober.

McKinsey (2024), [Electricity demand in Europe: Growing or going?](#), 24. Oktober.

Navia, D. und Diaz Anadon, L. (2025), [Power price stability and the insurance value of renewable technologies](#), Nature Energy, Bd. 10, 28. Januar, S. 329-341.

Parker, M. und Parraga Rodriguez, S. (2026), Wie lassen sich die strukturellen Hemmnisse für den ökologischen Wandel überwinden?, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2026.

## Private Konsumausgaben und Ersparnisse in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld: jüngste Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

Maria Dimou, Maarten Dossche, Teresa Hütten und Georgi Kocharkov

**Das Ausgaben- und Sparverhalten der privaten Haushalte wird maßgeblich durch ihre Wahrnehmung der wirtschaftlichen Unsicherheit beeinflusst.** Die Unsicherheit hat einen erheblichen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Es ist aber festzustellen, dass ihr Einfluss auf die Entscheidungen der privaten Haushalte je nach Haushalt merklich variiert.<sup>1</sup> In diesem Zusammenhang liefert die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) spezifische Erkenntnisse und ermöglicht die Erstellung zeitnaher und granularer Messgrößen der Unsicherheit. Im vorliegenden Kasten wird zunächst ein Maß der impliziten Unsicherheit verwendet, das auf einer in der Erhebung gestellten Frage zur probabilistischen Verteilung des erwarteten Einkommenswachstums der privaten Haushalte basiert, um die Entwicklung der Unsicherheit im Zeitverlauf zu beurteilen.<sup>2</sup> Anschließend werden Informationen aus einer neuen Frage zum Grad der wahrgenommenen Vorhersehbarkeit der finanziellen Situation der privaten Haushalte damit verknüpft. Die Umfrage enthält auch eine darauf aufbauende Frage zur geplanten Reaktion der Haushalte auf eine derartige wirtschaftliche Unsicherheit, die es ermöglicht, die Heterogenität zwischen den einzelnen Haushalten zu beurteilen.<sup>3</sup>

**Obwohl sich die Indikatoren der Verbraucherunsicherheit in der CES-Umfrage der EZB und in der Umfrage der Europäischen Kommission konzeptionell unterscheiden, weisen sie einen engen Gleichlauf auf. So deuten beide Indikatoren darauf hin, dass die Unsicherheit nach wie vor erhöht ist (siehe Abbildung A).** Die aus der CES-Umfrage abgeleitete Messgröße für die implizite

<sup>1</sup> So weisen liquiditätsbeschränkte Haushalte eine höhere Konsumsensitivität gegenüber Einkommens- und Unsicherheitsschocks auf (Bayer et al., 2019). Darüber hinaus zeigt die umfragebasierte Evidenz, dass eine höhere wahrgenommene Unsicherheit die Ausgaben der privaten Haushalte sinken lässt; dies gilt insbesondere für Haushalte mit risikoreichen Vermögenswerten in ihrem Portfolio (Coibion et al., 2024).

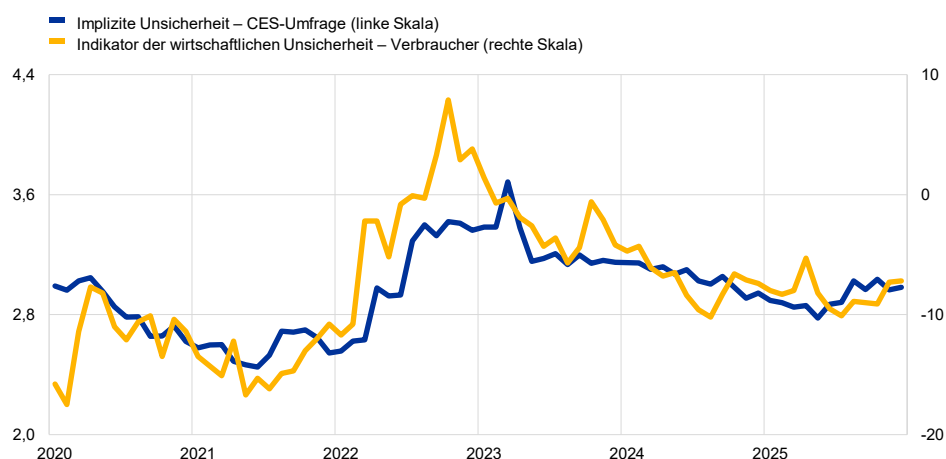
<sup>2</sup> Die Frage lautete: „Unten sehen Sie zehn Möglichkeiten, wie sich das gesamte Nettoeinkommen Ihres Haushalts in den nächsten zwölf Monaten verändern könnte. Bitte verteilen Sie 100 Punkte auf diese Möglichkeiten, um anzugeben, wie wahrscheinlich es Ihrer Meinung nach ist, dass die jeweilige Einkommensänderung eintreten wird.“

<sup>3</sup> Die Frage wurde im August und November 2025 in der CES-Umfrage gestellt. Sie lehnt sich an die Formulierung an, die die Europäische Kommission in ihrer Verbraucherumfrage im Rahmen ihres Programms für Branchen- und Verbraucherumfragen verwendet (Europäische Kommission, 2021). Die Frage lautete: „Die künftige finanzielle Lage/Situation Ihres Haushalts ist derzeit ...: einfach vorherzusagen/relativ einfach vorherzusagen/relativ schwierig vorherzusagen/schwierig vorherzusagen.“ Anschließend wurden die Umfrageteilnehmer gefragt: „Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Unsicherheit (d. h. der Schwierigkeit, die künftige finanzielle Situation Ihres Haushalts vorherzusagen): Wie (wenn überhaupt) planen Sie, Ihre Handlungen oder Entscheidungen anzupassen? (Wählen Sie bitte alle zutreffenden Antwortmöglichkeiten aus.) Ich plane, ... 1) die üblicherweise getätigten Ausgaben zu verringern, 2) größere Anschaffungen (z. B. Wohnung/Haus, Kraftfahrzeug, Haushaltsgeräte) zu verschieben oder zu stornieren, 3) meine Ersparnisse/Notfallrücklagen zu erhöhen, 4) die Aufnahme neuer Schulden zu verringern oder zu vermeiden, 5) vorsichtiger zu investieren (z. B. Risikoanlagen zu vermeiden), 6) zusätzliche Einkommensquellen (z. B. zusätzliche Jobs) zu suchen, 7) meine Karriere- oder Jobpläne zu ändern, 8) keine der genannten Schritte zu ergreifen.“

Unsicherheit ist ein quantitativer Indikator, der auf der probabilistischen Einschätzung der Befragten beruht. Die Messgröße ist definiert als die durchschnittliche implizite Interquartilsspanne der Befragten. Der entsprechende Indikator der Europäischen Kommission ist qualitativer Art und spiegelt die subjektive Einschätzung der Vorhersehbarkeit wider. Er stellt den prozentualen Saldo der Befragten dar, die eine Vorhersage ihrer eigenen finanziellen Situation als schwierig erachten. Ungeachtet dieser methodischen Unterschiede ist für die beiden Messgrößen im Zeitverlauf und über die Haushalte hinweg ein enger Gleichlauf festzustellen. Demnach liegt die Unsicherheit derzeit unter ihrem 2022/2023 verzeichneten Höchststand. Damals war die Unsicherheit nach dem Ausbruch des Ukrainekriegs und dem anschließenden Preissprung bei Energie und Nahrungsmitteln außergewöhnlich hoch. Allerdings liegt sie nach wie vor über ihrem Tiefstand von Mitte 2021, als sich die Wirtschaft von der Covid-19-Pandemie erholte.

**Abbildung A**  
Entwicklung umfragebasierter Messgrößen der Verbraucherunsicherheit

(linke Skala: mittlere implizite Interquartilsspannen; rechte Skala: aggregierte Salden)



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

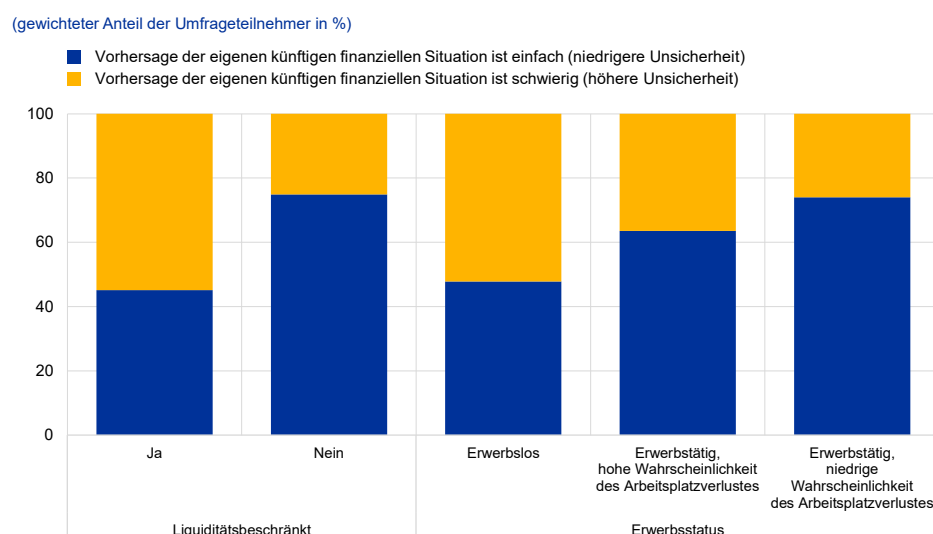
Anmerkung: Die aus der CES-Umfrage abgeleitete Messgröße der impliziten Unsicherheit basiert auf den Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Befragten. Grundlage sind die von den Befragten angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen zum erwarteten Wachstum ihres Nettoeinkommens. Die implizite Einkommensunsicherheit wird als gewichteter Durchschnitt der individuellen Interquartilsspannen je Erhebungswelle berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

**Liquiditätsbeschränkte und von Erwerbslosigkeit betroffene private Haushalte finden es schwieriger, ihre finanzielle Situation vorherzusagen (siehe Abbildung B).** Die meisten liquiditätsbeschränkten privaten Haushalte (53 %) haben Schwierigkeiten, ihre finanzielle Situation vorherzusagen; bei den nicht liquiditätsbeschränkten Haushalten liegt der Wert dagegen nur bei 24 %.<sup>4</sup> Ebenso berichteten 49 % der erwerbslosen Befragten von derartigen Schwierigkeiten. Unter den Erwerbstätigen liegt der Anteil derer, die es schwierig finden, ihre finanzielle Situation vorherzusagen, bei Haushalten mit einer hohen gemeldeten Wahrscheinlichkeit des Arbeitsplatzverlustes indes bei 35 %. Bei Haushalten mit einer niedrigen gemeldeten Wahrscheinlichkeit des Arbeitsplatzverlustes sinkt dieser Anteil auf 25 %. Dies deutet darauf hin, dass die wahrgenommene

<sup>4</sup> Um Liquiditätsbeschränkungen zu ermitteln, werden die Umfrageteilnehmer gefragt, ob sie über ausreichende Mittel verfügen, um eine unerwartete Zahlung in Höhe ihres monatlichen Haushaltseinkommens leisten zu können.

Arbeitsplatzsicherheit eine wesentliche Bestimmungsgröße des Einkommensrisikos der privaten Haushalte ist.<sup>5</sup> Diese im Querschnitt zu beobachtenden Unterschiede stehen im Einklang mit früheren Forschungsergebnissen. Aus diesen ließ sich schließen, dass private Haushalte, die bezüglich ihrer finanziellen Situation unsicherer sind („unsichere Haushalte“), tendenziell bei ihren Sparentscheidungen mehr Wert auf Vorsichtsmotive legen (Dimou et al., 2026).

**Abbildung B**  
Wahrgenommene Unsicherheit nach Art des Haushalts



Quellen: EZB (CES-Umfrage) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Private Haushalte werden als liquiditätsbeschränkt eingestuft, wenn sie angeben, nicht über ausreichende finanzielle Mittel zu verfügen, um eine unerwartete Zahlung in Höhe ihres monatlichen Haushaltseinkommens leisten zu können. Die Einstufung der privaten Haushalte nach einer hohen bzw. niedrigen Wahrscheinlichkeit des Arbeitsplatzverlustes hängt davon ab, ob der von ihnen gemeldete Wert ober- bzw. unterhalb des Medians der Stichprobe liegt. Daten aus der CES-Umfrage vom November 2025.

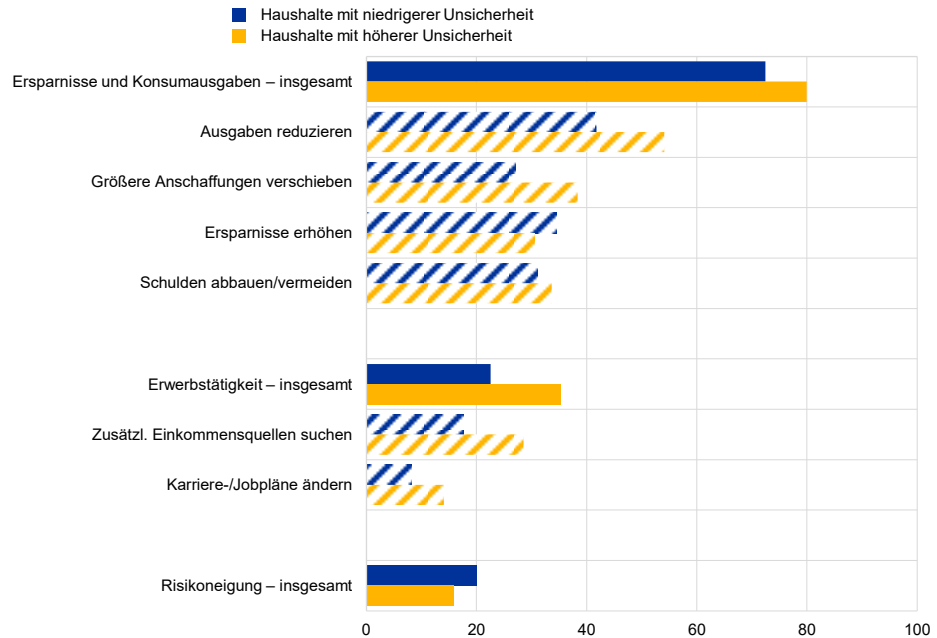
**Private Haushalte, die mit einer höheren Unsicherheit konfrontiert sind, planen mit einer größeren Wahrscheinlichkeit, ihre Konsumausgaben zu verringern oder ihr Arbeitsangebot anzupassen (siehe Abbildung C).** Auf die Frage, welche Entscheidungen sie aufgrund der schwierigen Vorhersagbarkeit ihrer künftigen finanziellen Situation womöglich ändern würden, gab – verglichen mit den Haushalten, die ihre künftige finanzielle Situation als gut vorhersehbar einschätzen („sichere Haushalte“) – ein größerer Anteil der unsicheren Haushalte an, ihre Ausgaben reduzieren zu wollen (53 % gegenüber 42 %) bzw. größere Anschaffungen verschieben zu wollen (37 % gegenüber 26 %). Zudem meldete ein größerer Anteil der unsicheren privaten Haushalte, ihre Erwerbstätigkeit anpassen zu wollen (35 % gegenüber 22 % bei den sicheren Haushalten). Dies könnte entweder über die Suche nach zusätzlichen Einkommensquellen oder die Änderung ihrer Karrierepläne geschehen. Weniger stark ausgeprägt sind die Unterschiede zwischen den beiden Gruppen bei Plänen, die direkt mit dem Sparen oder anderen sparbezogenen Aspekten zusammenhängen (Abbau oder Vermeidung neuer Schulden). Das Gleiche gilt für Pläne zur Anpassung ihrer Risikoneigung (durch vorsichtigeres Anlageverhalten).

<sup>5</sup> Weitere empirische Belege zum Zusammenhang zwischen der Arbeitsmarktentwicklung und dem Einkommensrisiko im Konjunkturverlauf im Euroraum finden sich in: Dossche und Hartwig (2019).

## Abbildung C

### Geplante Reaktionen auf wirtschaftliche Unsicherheit

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quellen: EZB (CES-Umfrage) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Anteile für die mit „– insgesamt“ bezeichneten Kategorien (durchgehende horizontale Balken) entsprechen der Summe der Befragten, die mindestens eine der Antwortmöglichkeiten in dieser Kategorie ausgewählt haben (gestrichelte horizontale Balken), wobei jeder Befragte nur einmal gezählt wird. Daten aus der CES-Umfrage vom November 2025.

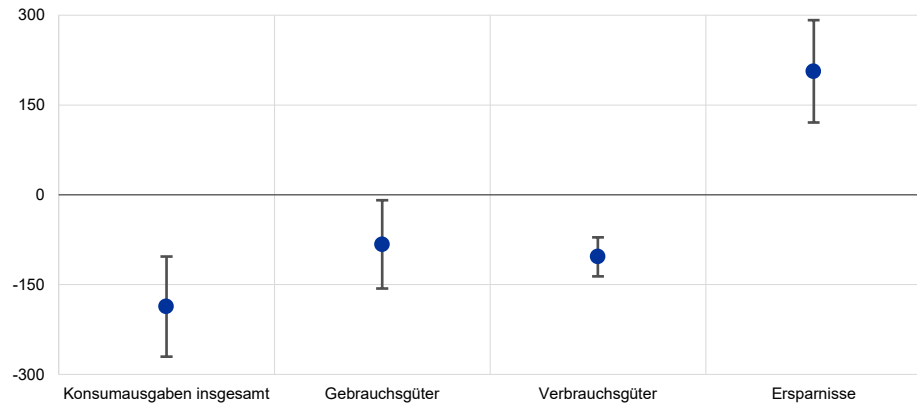
### Unsichere private Haushalte berichten von geringeren tatsächlich getätigten Konsumausgaben und einer höheren tatsächlichen Ersparnisbildung (siehe Abbildung D). Dies entspricht auch der Theorie des Vorsichtssparens. Im

Durchschnitt geben unsichere Haushalte pro Monat rund 100 € weniger für Verbrauchsgüter und zudem fast 100 € weniger für Gebrauchsgüter aus als sichere Haushalte. Dies spiegelt sich auch zur Gänze in höheren Ersparnissen wider. Zur besseren Einordnung: Eine Differenz von rund 100 € entspricht nahezu 25 % der durchschnittlichen monatlichen Ersparnisse und etwas weniger als 5 % der durchschnittlichen monatlichen Gesamtausgaben, die im Rahmen der CES-Umfrage gemeldet wurden.

## Abbildung D

### Mittelwertdifferenz der Konsumausgaben und Ersparnisse nach wahrgenommener Unsicherheit

(Regressionskoeffizienten der monatlichen Ausgaben/Ersparnisse in €)



Quellen: EZB (CES-Umfrage) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blauen Punkte stellen die geschätzten Koeffizienten aus Regressionen der individuellen Konsumausgaben (insgesamt, Gebrauchsgüter, Verbrauchsgüter) und der Ersparnisse auf eine Dummy-Variablen für Unsicherheit, individuelle Kontrollvariablen und länderspezifische fixe Effekte dar. Die Fehlerbalken zeigen die 90%-Konfidenzintervalle auf Basis robuster Standardfehler. Daten zur Unsicherheit aus den CES-Umfragen vom August und November 2025; Daten zu den Variablen für Konsumausgaben und Ersparnisse aus den CES-Umfragen vom Juli und Oktober 2025.

**Im vorliegenden Kasten wurde aufgezeigt, wie bedeutsam die wirtschaftliche Unsicherheit für das Verständnis der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Konsum- und Sparentscheidungen ist.** Im Zusammenspiel mit den jüngsten Belegen zur Verbreitung des Vorsichtsmotivs beim Sparen und des ricardianischen Sparmotivs unter den privaten Haushalten im Euroraum (Dimou et al., 2026) stellt die erhöhte Unsicherheit nach wie vor einen wichtigen Faktor dar, der der anhaltend hohen Sparquote der Haushalte im Euroraum zugrunde liegt.<sup>6</sup>

## Literaturverzeichnis

Bayer, C., Lueticke, R., Pham-Dao, L. und Tjaden, V. (2019), Precautionary savings, illiquid assets, and the aggregate consequences of shocks to household income risk, *Econometrica*, Bd. 87, Nr. 1, S. 255-290.

Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., Kenny, G. und Weber, M. (2024), The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending, *The American Economic Review*, Bd. 114, Nr. 3, S. 645-677.

Dimou, M., Flaccadoro, M. und Gareis, J. (2025), [Aktuelle Erkenntnisse zur Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte und ihren jüngsten Bestimmungsfaktoren](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2025.

<sup>6</sup> Während Regressionen auf Ebene der privaten Haushalte einen Einblick in deren Verhaltensreaktion auf Unsicherheit liefern, hängen die gesamtwirtschaftlichen Implikationen von der Unsicherheitsverteilung über die privaten Haushalte hinweg ab, aber auch vom relativen Beitrag der unterschiedlichen Einkommensgruppen zu Konsum und Ersparnissen insgesamt. Weitere Analysen deuten darauf hin, dass Unsicherheit nicht nur einkommensschwächere Haushalte erheblich betrifft, sondern auch einkommensstärkere. Dies unterstreicht die Bedeutung der genannten Koeffizienten für die gesamtwirtschaftliche Dynamik.

Dossche, M. und Hartwig, J. (2019), [Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2019.

Europäische Kommission (2021), [Special topic: New survey-based measures of economic uncertainty](#), European Business Cycle Indicators – Technical Paper 051, Oktober.



## Die fundamentalen Bestimmungsfaktoren für die jüngste Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum

Johannes Gareis

**Die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum scheinen die Talsohle erreicht zu haben, eine nachhaltige Erholung ist jedoch noch nicht in Sicht.** Nach einem deutlichen Anstieg von Mitte 2015 bis Anfang 2022 – mit einer kurzen Unterbrechung durch einen Abschwung während der Corona-Pandemie – nahmen die Wohnungsbauinvestitionen ab dem ersten Quartal 2022 relativ konstant ab, bis sie im vierten Quartal 2024 einen Tiefstand erreichten (siehe Abbildung A). Anfang 2025 stiegen sie zwar wieder leicht an, doch die Dynamik blieb verhalten. Im dritten Quartal 2025 sanken die Wohnungsbauinvestitionen gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % und lagen rund 7 % unter ihrem Höchststand des ersten Quartals 2022. In der Zeit vom ersten Quartal 2022 bis zum dritten Quartal 2025 entwickelten sich die Wohnungsbauinvestitionen in den einzelnen Ländern des Euroraums sehr unterschiedlich. In den größten Volkswirtschaften des Euroraums, darunter Deutschland und Frankreich, gingen sie deutlich zurück, wohingegen sie in Italien und Spanien zunahmen.<sup>1</sup> In diesem Kasten wird die jüngste Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum mithilfe eines strukturellen empirischen Modells in ihre fundamentalen Bestimmungsfaktoren zerlegt, und es werden die kurzfristigen Aussichten für das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen erörtert.<sup>2</sup>

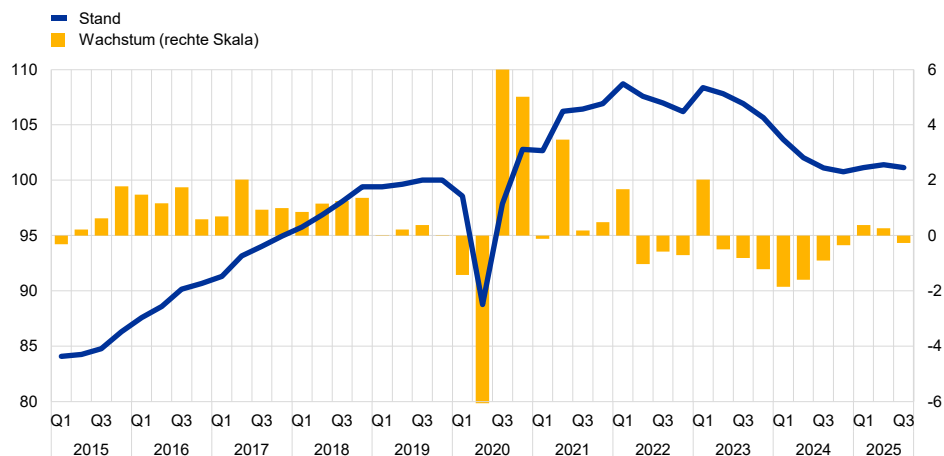
<sup>1</sup> Die Wohnungsbauinvestitionen in Deutschland und Frankreich lagen im dritten Quartal 2025 rund 18 % bzw. 13 % unter dem Stand vom ersten Quartal 2022, in Italien und Spanien dagegen rund 13 % bzw. 10 % darüber. Die Entwicklung in Italien wurde erheblich durch die umfangreichen temporären finanzpolitischen Maßnahmen der italienischen Regierung beeinflusst. Diese führten zu einem außerordentlich starken Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2023 (um 18,4 % gegenüber dem Vorquartal) und waren für die vorübergehende Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen auf Ebene des Euroraums verantwortlich. Eine frühere Erörterung der länderübergreifenden Entwicklungen im Kontext von Veränderungen der Nutzungskosten für Wohneigentum findet sich in: Battistini and Gareis (2024).

<sup>2</sup> Eine modellbasierte Zerlegung der jüngsten Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im Euroraum im Vergleich zu früheren Zeiträumen findet sich in: Battistini und Gareis (2025).

## Abbildung A

### Wohnungsbauinvestitionen

(linke Skala: Index: Q4 2019 = 100; rechte Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Im Jahr 2020 sanken die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum vom ersten bis zum zweiten Quartal 2020 um 10,0 %, bevor sie vom zweiten bis zum dritten Quartal um 10,3 % stiegen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2025.

### Für die Analyse der Bestimmungsfaktoren für die jüngste Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen auf Ebene des Euroraums wurde ein empirisches Modell verwendet.

Mithilfe eines strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells lassen sich die Wohnungsbauinvestitionen im Kontext der allgemeinen Wirtschaftstätigkeit, der Preise, der Wohnimmobilienpreise und der Finanzierungsbedingungen untersuchen und die Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen in einige wenige, wirtschaftlich bedeutsame Bestimmungsfaktoren zerlegen.<sup>3</sup> Zu diesen Faktoren gehören Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage- und Angebotsbedingungen, wohnraumspezifische Nachfrage- und Angebotsfaktoren sowie Zinsänderungen.<sup>4</sup> Wohnraumspezifische Nachfrageschocks erfassen Verhaltensänderungen der privaten Haushalte bei der Investitionsbereitschaft in Wohnraum (beispielsweise veränderte Präferenzen). Wohnraumspezifische Angebotsschocks spiegeln unterdessen Störungen der Bautätigkeit – etwa aufgrund von Materialengpässen oder steigenden Baukosten – wider. Änderungen der Finanzierungsbedingungen werden unter den Zinsfaktoren zusammengefasst. Sie bilden Veränderungen der kurz- und langfristigen Zinssätze während der geldpolitischen Straffungs- und Lockerungszyklen ab.

<sup>3</sup> Konkret beinhaltet das Modell die realen privaten Konsumausgaben, den Deflator der privaten Konsumausgaben, die realen Wohnungsbauinvestitionen, die nominalen Wohnimmobilienpreise, den kurzfristigen risikofreien Zinssatz und dessen Differenz zu den Langfristzinsen. Alle Variablen fließen in logarithmierten Niveaus in das Modell ein. Ausgenommen hiervon sind der kurzfristige risikofreie Zinssatz und die Zinsdifferenz, die in Niveaus gemessen werden. Der kurzfristige risikofreie Zinssatz ist der Dreimonats-EURIBOR, während die Zinsdifferenz dem Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und dem kurzfristigen risikofreien Zinssatz entspricht. Das Modell wird mit Daten vom ersten Quartal 1995 bis zum dritten Quartal 2025 geschätzt, wobei der ausgeprägten Volatilität der makroökonomischen Daten des Jahres 2020 durch Bereinigung der pandemiebedingten Heteroskedastizität gemäß Lenza und Primiceri (2020) Rechnung getragen wird.

<sup>4</sup> Die Bestimmungsfaktoren der Wohnungsbauinvestitionen lassen sich durch Vorzeichenrestriktionen auf die Impulsantwortfolgen der strukturellen Schocks identifizieren. Die identifizierenden Restriktionen folgen Standardannahmen, die häufig in der Literatur verwendet werden (siehe beispielsweise Smets und Jarociński, 2008, sowie Nocera und Roma, 2017).

**Die aktuelle Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen verläuft bislang weiterhin verhalten. Ursächlich hierfür sind die allgemein schwache Lage der Gesamtwirtschaft und die verzögerte Wirkung der zurückliegenden geldpolitischen Straffung, wobei diese Faktoren zum Teil durch die Verbesserung der wohnraumspezifischen Nachfrage kompensiert wurden.** Das

Modell legt den Schluss nahe, dass die Wohnungsbauinvestitionen während der Pandemie durch die verstärkte Nachfrage nach Wohnimmobilien angekurbelt wurden. Dies spiegelt wahrscheinlich veränderte Präferenzen der privaten Haushalte – wie etwa die stärkere Nachfrage nach größerem Wohnraum aufgrund der Zunahme der Arbeit im Homeoffice – wider. Mit dem Ende der Pandemie normalisierte sich diese erhöhte Nachfrage wieder, und dies führte zu negativen Schocks bei der Nachfrage nach Wohnimmobilien, die die Wohnungsbauinvestitionen im Jahr 2022 belasteten (siehe Abbildung B).<sup>5</sup> In der Folgezeit gewannen nachteilige gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks an Bedeutung. Grund war die allgemeine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit angesichts des Energiepreisschocks und der erhöhten Unsicherheit nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. Zugleich wurde die Wirtschaftstätigkeit zusätzlich durch negative wohnraumspezifische Angebotsschocks, die die Baukosten und die Wohnimmobilienpreise in die Höhe trieben, gedämpft. Diese Auswirkungen wurden durch Zinsschocks noch verschärft, in denen sich die verzögerte Wirkung der Zinserhöhungen nach den geldpolitischen Straffungsmaßnahmen widerspiegelte; diese waren 2022 und 2023 als Reaktion auf den Inflationsschub ergriffen worden. Der Höhepunkt der negativen Auswirkungen dieser Schocks wurde im zweiten Quartal 2024 erreicht. In jüngster Zeit hat der dämpfende Effekt der Zinsen nach der Lockerung der Geldpolitik allmählich nachgelassen. Gleichzeitig sind die gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschocks weiterhin hartnäckig negativ. Dies spiegelt möglicherweise die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen und Handelskonflikten sowie das nach wie vor gedämpfte Verbrauchervertrauen wider; diese Faktoren belasten weiterhin die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Dagegen deuten die positiven Schocks bei der Nachfrage nach Wohnimmobilien und der relativ rasche Wiederanstieg der Wohnimmobilienpreise darauf hin, dass sich die Nachfrage nach Wohnimmobilien wieder zu erholen scheint. Diese Erholung setzte vor der Erholung der Wohnungsbauinvestitionen ein, und die Preise haben seit dem ersten Quartal 2024 kräftig angezogen.<sup>6</sup>

---

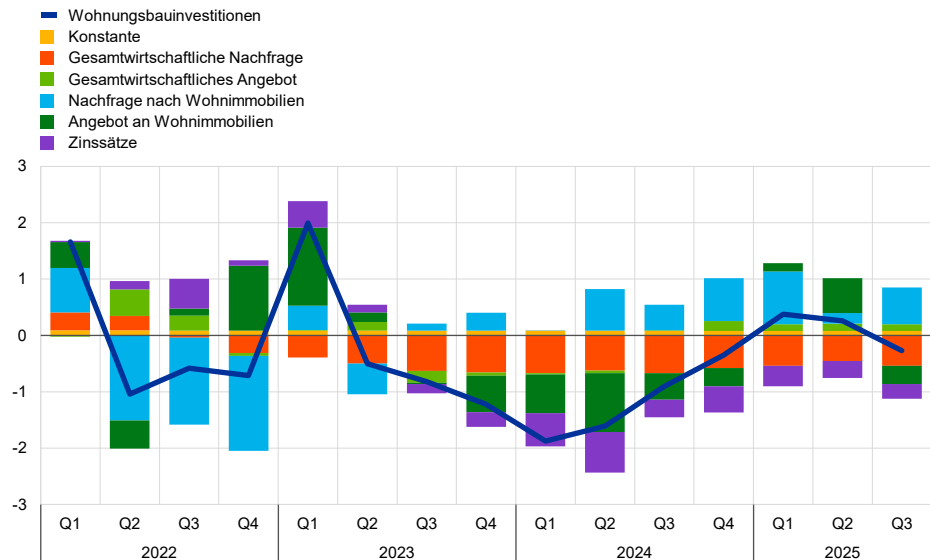
<sup>5</sup> Belege für die Auswirkungen der Pandemie auf die Nachfrage nach Wohnimmobilien finden sich beispielsweise in: Richard (2025).

<sup>6</sup> Eine ausführliche Erörterung der jüngsten Entwicklungen der Wohnimmobilienpreise im Euroraum findet sich in: Höynck et al. (2025).

## Abbildung B

### Modellbasierte Bestimmungsfaktoren für die jüngste Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die kontemporären und verzögerten Auswirkungen der identifizierten strukturellen Schocks, die aus einem strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodell mit Vorzeichen- und Nullrestriktionen abgeleitet werden, auf das vierteljährliche Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen. Die Konstante stellt die geschätzte Trendwachstumsrate der Wohnungsbauinvestitionen dar.

### Es wird davon ausgegangen, dass die Aufwärtsdynamik der Wohnungsbauinvestitionen zukünftig nachhaltiger sein wird.

Wenn die Nachfrage nach Wohnimmobilien weiter steigt, die Gesamtwirtschaft wieder stärker wächst und die zurückliegenden geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen weiter durchwirken, dürften auch die Wohnungsbauinvestitionen zunehmen. Dies steht im Einklang mit Belegen, die zeigen, dass eine Erholung der Nachfrage nach Wohnimmobilien in der Regel einer Anpassung des Angebots an Wohnimmobilien vorausgeht. Hierin spiegeln sich Planungsverzögerungen und Vorlaufzeiten beim Wohnungsbau wider. Die anhaltende Erholung der Wohnungsbaukredite und der Wohnimmobilientransaktionen sind ein weiteres Indiz.<sup>7</sup> Zudem geht aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen hervor, dass sich auch die Verbraucherstimmung in Bezug auf Wohnimmobilien seit einiger Zeit aufhellt. Die Umfrageergebnisse zeigen, dass immer mehr private Haushalte Wohnimmobilien als gute Wertanlage ansehen, und deuten auf einen Anstieg der auf dieser Umfrage basierten Sharpe-Ratio hin (siehe Abbildung C). Darüber hinaus ist gemäß der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission sowohl bei den Bau- bzw. Kaufabsichten als auch bei den Renovierungs- und Modernisierungsabsichten der privaten Haushalte nach dem Tief im vierten Quartal 2022 ein Aufwärtstrend zu verzeichnen. Zusammen lassen diese Indikatoren auf eine Zunahme der Nachfrage nach Wohnimmobilien schließen, was auch im Einklang mit der modellbasierten

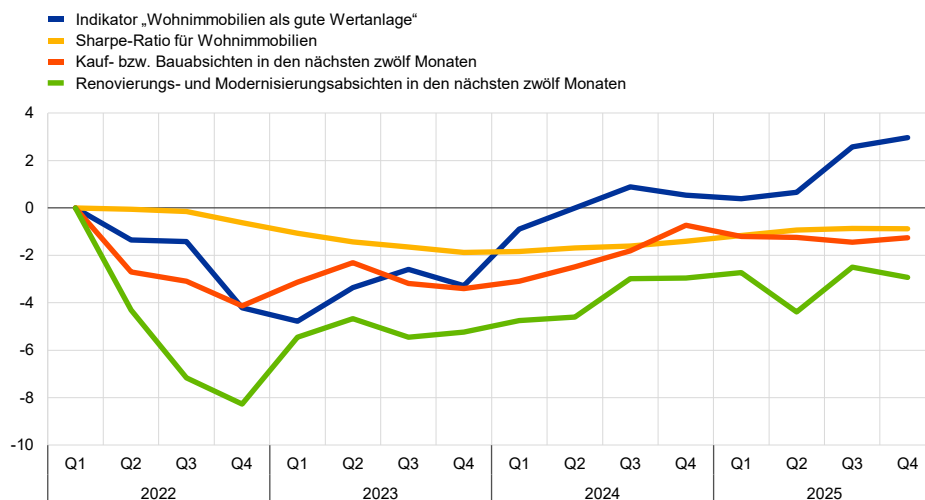
<sup>7</sup> Belege dafür, dass die Nachfrage nach Wohnimmobilien über den Finanzzyklus in der Regel dem Angebot an Wohnimmobilien vorausgeht, finden sich beispielsweise in: Leamer (2007).

Evidenz steht; ferner sprechen sie für günstigere Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen.

### Abbildung C

#### Stimmungsindikatoren für Wohnimmobilien

(Unterschiede bei den Indikatoren gegenüber dem ersten Quartal 2022)



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator „Wohnimmobilien als gute Wertanlage“ misst den Anteil der Befragten in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, die den Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung zum jeweiligen Zeitpunkt als „gute“ oder „sehr gute“ Anlageform ansehen. Die Sharpe-Ratio für Wohnimmobilien ergibt sich aus den in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen genannten Immobilienpreiserwartungen der privaten Haushalte, die mit einer Messgröße für den risikofreien Zinssatz kombiniert werden (siehe Battistini et al., 2025). Die Angaben zu den kurzfristigen Kauf- bzw. Bauabsichten sowie zu den Renovierungs- und Modernisierungsabsichten stammen aus den Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und sind als prozentualer Saldo angegeben. Die Daten aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen stellen Quartalsdurchschnitte dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2025 (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen) bzw. das vierte Quartal 2025 (Daten der Europäischen Kommission).

## Literaturverzeichnis

Battistini, N., Baumann, A., Gareis, J. und Rusinova, D. (2025), [Haben Wohnimmobilien wieder an Reiz gewonnen? Erkenntnisse aus einer neuen umfragebasierten Sharpe-Ratio](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2025.

Battistini, N. und Gareis, J. (2025), [Die fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Wohnimmobilienpreise im Euroraum](#), Kasten 1, in: Entwicklungen im jüngsten Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euroraum, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2025.

Battistini, N. und Gareis, J. (2024), [Wohnungsbauinvestitionen und Nutzungskosten für Wohneigentum im Euroraum](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 3/2024.

Höynck, C., Roma, M. und Schlieker, K. (2025), [Entwicklungen im jüngsten Preiszyklus von Wohnimmobilien im Euroraum](#), EZB, Wirtschaftsbericht 2/2025.

Leamer, E. (2007), Housing IS the business cycle, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 149-233.

Lenza, M. und Primiceri, G. (2022), How to estimate a vector autoregression after March 2020, Journal of Applied Econometrics, Bd. 37, Ausgabe 4, Juni, S. 688-699.

Nocera, A. und Roma, M. (2017), [House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2073, Juni.

Richard, M. (2025), [Working from home: Effects on housing demand and inequality](#), Der EZB-Blog, 8. Januar.

Smets, F. und Jarociński, M. (2008), [House prices and the stance of monetary policy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 891, April.

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

**Gabe de Bondt, Richard Morris und Moreno Roma**

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 79 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 5. bis zum 14. Januar 2026 statt.<sup>1</sup>

**Die befragten Unternehmen meldeten für die letzten Monate eine allmählich zunehmende Wirtschaftstätigkeit und Zuversicht (siehe Abbildung A und B).**

Das Wachstum wurde weiterhin hauptsächlich von der Aktivität im Dienstleistungssektor getragen, während die Meldungen zur Wirtschaftstätigkeit in der Industrie uneinheitlich ausfielen. Die Sachinvestitionen zogen zwar an, aber angesichts des sich verschärfenden Wettbewerbs waren die hohen Energie-, Arbeits- und regulatorischen Kosten immer noch eine Belastung für das verarbeitende Gewerbe. Für Unternehmen aus dem Euroraum führte dies zu einem Verlust von Marktanteilen an den Binnen- und Auslandsmärkten. Die Wachstumsdifferenzen zwischen den einzelnen Euro-Ländern ließen sich zum Teil auch durch die unterschiedlich hohen Arbeits- und Energiekosten erklären.

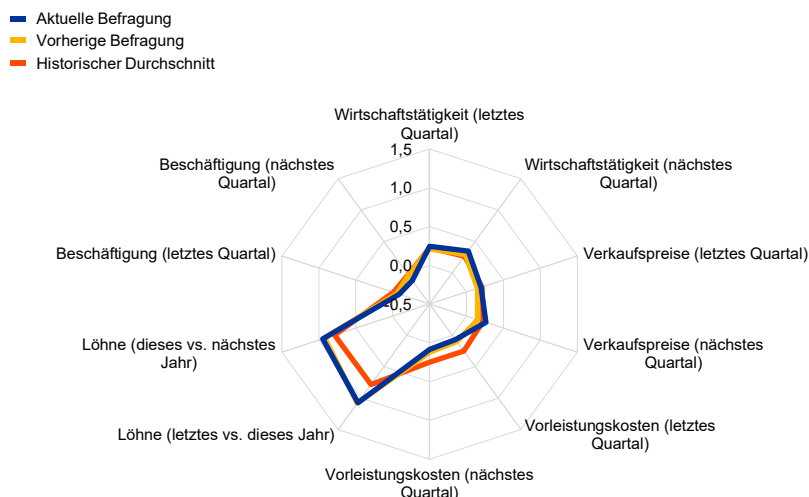
---

<sup>1</sup> Nähere Informationen zu Art und Zweck dieses Dialogs finden sich in: Elding, Morris und Slavík (2021).

## Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung. Bei der aktuellen Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das vierte Quartal 2025 und „nächstes Quartal“ auf das erste Quartal 2026. Bei der vorherigen Befragung beziehen sich die Begriffe auf das dritte bzw. vierte Quartal 2025. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Okttober liegt der Schwerpunkt dann auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Dialogrunden (bis ins Jahr 2008 zurückreichend) ermittelt.

### Die Konsumausgaben für Dienstleistungen nahmen weiterhin stärker zu als die Ausgaben für Waren.

Der Einzelhandel meldete Ende 2025 angesichts des harten Preiswettbewerbs und des schwachen Verbrauchervertrauens enttäuschende Zahlen für die Konsumausgaben. Zwar seien die Ausgaben bei Werbe- und Rabattaktionen (beispielsweise beim „Black Friday“) stark angestiegen, doch entwickelten sie sich ansonsten tendenziell weiterhin verhalten. Im Einzelhandel mit Nahrungsmitteln konnten traditionelle Supermärkte ihre Marktanteile teilweise wieder von den Discounter zurückgewinnen, allerdings nur, indem sie die Preisstrategie der Discounter nachahmten. Der Bekleidungseinzelhandel konnte ein kräftiges Wachstum der Konsumausgaben in Outlets verzeichnen, während der Umsatz in den Einkaufsstrassen stagnierte. Der Markt für Haushaltsgeräte und Unterhaltungselektronik wurde aufgrund der schleppenden Nachfrage und des zunehmenden Wettbewerbs als sehr hart umkämpft beschrieben. Der Umsatz in der Automobilbranche blieb angesichts der fortbestehenden regulatorischen Unsicherheit im Großen und Ganzen unverändert. Die Konsumausgaben für Dienstleistungen stiegen dagegen weiterhin stark an, und die befragten Unternehmen bewerteten den Ausblick als positiv. Dies galt insbesondere für den Tourismus, wozu auch die Ausweitung der Kapazitäten in der Freizeitindustrie beitrug. Die befragten Unternehmen im Gesundheitswesen und in der Telekommunikationsbranche meldeten ebenfalls eine gute Nachfrageentwicklung. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die Bevölkerungsalterung und die Digitalisierung.



## Abbildung B

### Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

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

#### Die befragten Unternehmen gaben an, dass sich die Investitionsaussichten allmählich aufhellten.

Unternehmen im Maschinenbau verwiesen auf eine sich verbessernde Auftragslage, insbesondere bei Projekten in den Bereichen Elektrifizierung, Rechenzentren, Energie und Verteidigung. Der höhere Auftragseingang für Maschinen hing auch damit zusammen, dass sich die Bauunternehmen auf den erwarteten Anstieg der Ausgaben für die öffentliche Infrastruktur in Deutschland einstellen, auch wenn diese Ausgaben erst Ende 2026 oder im Jahr 2027 richtig anlaufen sollen. Die befragten Unternehmen im Baugewerbe bzw. die Zulieferer wiesen ebenfalls auf ihre sich verbessernde Auftragslage hin. Allerdings sei das Wachstum bei Infrastruktur- und gewerblichen Bauprojekten durchweg positiver als im Wohnungsbau, in dem fehlendes Bauland und der Arbeitskräftemangel einer stärkeren Erholung im Wege standen. Die Anbieter digitaler Dienstleistungen vermeldeten einen weiterhin starken – und sogar zunehmenden – Anstieg der Nachfrage nach Cloud-Diensten und (anderen) Investitionen in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI) und Cybersicherheit. Die Nachfrage stieg besonders stark im öffentlichen Sektor sowie in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Biowissenschaften, Versicherungen, Energie und Telekommunikation. In dem Fokus auf KI-Investitionen spiegelte sich auch wider, dass die Unternehmen ihre Kosten senken möchten. So wird zunehmend KI eingesetzt, um die Kosten für Forschung und Entwicklung zu reduzieren.

#### Der Welthandel erwies sich bislang als widerstandsfähig gegenüber den US-Zöllen, aber der Außenhandel des Euroraums litt unter der Verlagerung der Handelsströme, was den Ausblick etwas eintrübte.

In der Schifffahrtsbranche ergab die Umfrage, dass der Anstieg des Welthandels von der Erhöhung der US-Zölle nicht betroffen zu sein schien. Allerdings unterlagen die Handelsströme rapiden und beträchtlichen Veränderungen. Dazu gehörten auch der starke Anstieg des innerasiatischen Handels und der Importe in den Euroraum, insbesondere aus China, und die in den letzten Monaten gleichbleibenden oder rückläufigen Exporte

des Euroraums. Viele befragte Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe gaben an, dass sie Marktanteile an chinesische Wettbewerber verloren hätten, sei es im Euroraum, in China oder auf anderen Märkten. Dies spiegelte die erheblichen Verluste wider, welche die Firmen im Euroraum seit der Pandemie bei ihrer kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit verzeichnet haben. Letztere wurden durch den erheblichen Anstieg der Arbeits-, Energie- und regulatorischen Kosten verursacht und durch die Aufwertung des Euro noch verschärft. Eine einheitliche Industriestrategie der EU als Reaktion auf diese Herausforderungen wurde für wichtig erachtet, um – ungeachtet des aufgrund fiskalischer Anreize erwarteten kommenden Aufschwungs – Vertrauen in den Ausblick zurückzugewinnen.

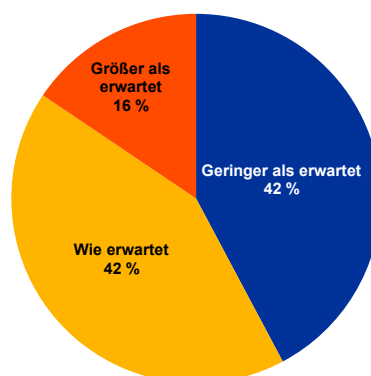
**Die meisten der befragten Unternehmen gaben an, dass sich die US-Zollerhöhungen 2025 wie erwartet oder geringer als erwartet ausgewirkt hätten.**

Von den Unternehmen, die angaben, dass ihre Firma oder ihr Sektor von den US-Zöllen betroffen sei, erklärten ungefähr zwei Fünftel (42 %), dass die Auswirkungen geringer gewesen seien als erwartet. Weniger als die Hälfte (16 %) berichtete das Gegenteil, und ebenfalls etwa zwei Fünftel (42 %) vermeldeten, dass die Auswirkungen wie erwartet gewesen seien (siehe Abbildung C). Als Gründe für die geringeren Auswirkungen wurde unter anderem Folgendes angegeben: a) Im Jahr 2025 wurden in gewissem Maße Bestellungen vorgezogen und Möglichkeiten zur Vermeidung der US-Zölle genutzt; b) es kam zu einer raschen Neuausrichtung des Welthandels, die eine stärkere Verflechtung der übrigen Welt zur Folge hatte; c) aus Furcht vor den Reaktionen der US-Regierung übernahmen die US-Importeure die Zollauswirkungen in erheblichem Umfang selbst; d) der KI-Boom wirkte sich kompensierend aus; und e) die US-Konsumausgaben erwiesen sich dank der Haushalte mit höherem Einkommen als widerstandsfähig.

**Abbildung C**

**Auswirkungen der US-Zölle im Verhältnis zu den vorherigen Erwartungen**

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: In dieser Grafik werden die Antworten der 45 befragten Unternehmen zusammengefasst, die US-Zölle als für ihre Firma oder ihren Sektor relevant einschätzten.

**Angesichts des deutlichen Schwerpunkts auf Kostensenkungen und eine verstärkte KI-gestützte Arbeitsprozessoptimierung blieben die Beschäftigungsaussichten trüb.** In Teilen des verarbeitenden Gewerbes,

insbesondere in der Chemie- und Automobilbranche, und hier vor allem in den Kernländern des Euroraums, haben Unternehmen aufgrund der anhaltenden schwachen Nachfrage, der hohen Kosten und des sich verschärfenden Importwettbewerbs weiterhin in erheblichem Umfang Stellen abgebaut. Um Effizienzsteigerungen erzielen zu können, haben die Unternehmen in diesen Sektoren – unter Einsatz von KI-Tools und Automatisierungsmaßnahmen – ihre Produktion konsolidiert, Funktionen in Regionen mit niedrigeren Kosten ausgelagert sowie Bürotätigkeiten und Tätigkeiten im Forschungs- und Entwicklungsbereich umstrukturiert. Die befragten Unternehmen, die verbrauchernahe Dienstleistungen erbringen, insbesondere im Gastgewerbe und im Bereich Flugreisen, meldeten dagegen steigende Beschäftigungszahlen infolge der wachsenden Nachfrage. In den meisten anderen Sektoren gaben die befragten Unternehmen eher stagnierende Beschäftigungszahlen an, was teilweise darauf zurückzuführen ist, dass die zunehmende Integration von KI in Arbeitsprozesse es den Unternehmen ermöglicht hat zu wachsen, ohne mehr Personal zu benötigen. Durch KI haben sich auch einige Bürotätigkeiten verändert oder sie wurden zum Teil durch KI ersetzt, wodurch der Arbeitsmarkt für Hochschulabsolventinnen und -absolventen schwierig geworden ist. Die Herausforderungen bei der Gewinnung von Personal blieben jedoch weiterhin für viele spezialisierte Rollen bestehen, insbesondere in Sektoren wie beispielsweise Energie, Baugewerbe, Cybersicherheit, Luft- und Raumfahrt sowie Verteidigung. Die Arbeitsvermittlungsagenturen gaben an, dass die Nachfrage nach befristeten Arbeitsverhältnissen den Tiefpunkt nun zwar wohl erreicht habe, die Vermittlung von unbefristeten Beschäftigungsverhältnissen jedoch weiterhin zurückgegangen sei. Beim Ausblick für 2026 bestand Einigkeit darüber, dass wieder ein moderates Beschäftigungswachstum erreicht würde, es aber noch keine klaren Anzeichen dafür gebe, dass dieses bereits eingesetzt habe.

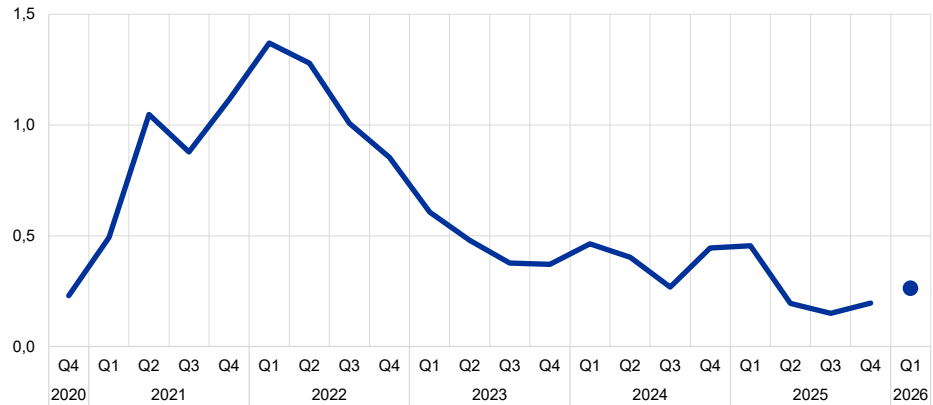
**Die Verkaufspreise stiegen weiterhin nur moderat, und es wird allgemein davon ausgegangen, dass die jüngsten Trends sich kurzfristig fortsetzen werden (siehe Abbildung A und D).** Die treibende Kraft hinter dem Preisanstieg waren weiterhin die Dienstleistungen, darunter auch die Bereiche Einzelhandel mit Nahrungsmitteln, Verkehr, Tourismus, Gastgewerbe, Telekommunikation, Immobilien und KI-bezogene Dienstleistungen. Insbesondere in Bezug auf verbrauchernahe Dienstleistungen gaben die befragten Unternehmen an, dass sie die Preise recht deutlich erhöhen könnten, weil sie immer noch von der Kaufbereitschaft der Kunden profitierten. Einige Firmen erwarteten allerdings in Zukunft mehr Kaufzurückhaltung. Die befragten Unternehmen aus dem Einzelhandel ohne Nahrungsmittel und aus dem verarbeitenden Gewerbe vermeldeten dagegen eher stabile Preise, wobei viele angaben, dass die Preise „unter Druck“ seien. In diesen Sektoren wurde der Aufwärtsdruck bei den Preisen und Kosten aufgrund der Löhne und der Regulierung durch den Abwärtsdruck aufgrund des zunehmenden Importwettbewerbs wieder ausgeglichen. Für die Unternehmen in vorgelagerten Branchen des verarbeitenden Gewerbes bedeutete dies in der Regel einen Abwärtsdruck sowohl auf ihre Preise als auch auf ihre Margen. Die Unternehmen in nachgelagerten Branchen des verarbeitenden Gewerbes profitierten indes auch von geringeren Vorleistungspreisen, was die Auswirkungen auf ihre Margen neutralisierte. Im Baugewerbe, das dem globalen Wettbewerb weit weniger

ausgesetzt ist, meldeten die befragten Unternehmen steigende Preise aufgrund der höheren Arbeits- und Baumaterialkosten.

#### Abbildung D

##### Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

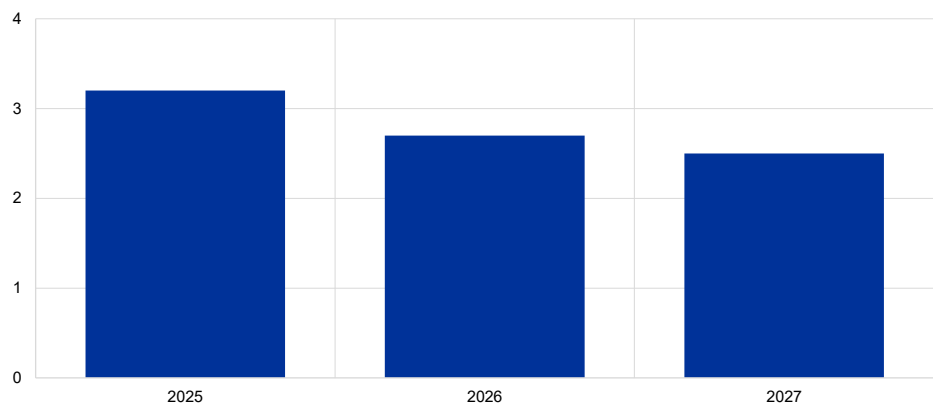
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Verkaufspreise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung.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

**Die befragten Unternehmen gingen weiterhin von einem sich abschwächenden Lohnwachstum aus (siehe Abbildung E).** Wie aus ihren quantitativen Angaben hervorgeht, rechnen sie im Schnitt damit, dass sich das Lohnwachstum verlangsamen wird, und zwar von 3,2 % im Jahr 2025 auf 2,7 % im Jahr 2026 (also 0,1 % weniger bzw. 0,1 % mehr als in der vorangegangenen Umfragerunde). Für 2027 erwarten sie eine Abschwächung auf 2,5 %.

#### Abbildung E

##### Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor im Jahr 2025 und Erwartungen für die Jahre 2026 und 2027. Die Durchschnittswerte für 2025, 2026 und 2027 basieren auf den Angaben von 68, 70 bzw. 33 befragten Unternehmen.

## Literaturverzeichnis

Elding, C., Morris, R. und Slavík, M. (2021), [Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), EZB, Wirtschaftsbericht 1/2021.

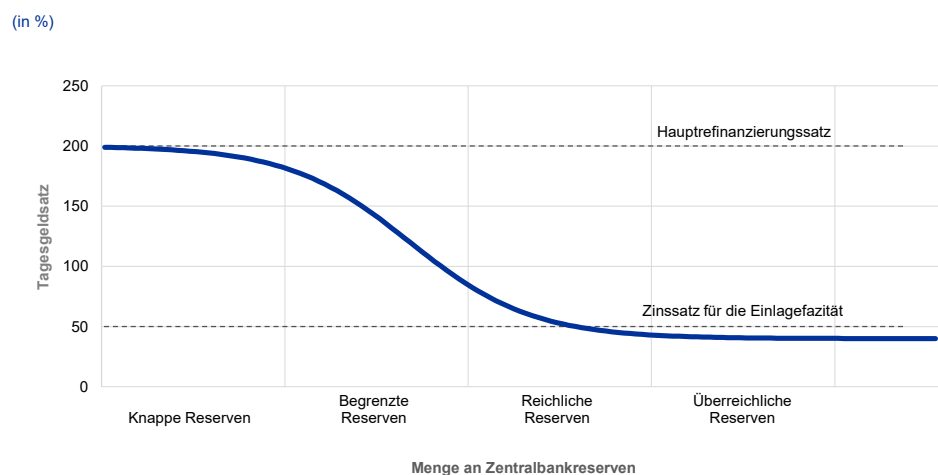
## Schätzung der zeitvariablen Elastizität von Geldmarktsätzen auf die Nachfrage nach Zentralbankreserven im Euroraum

Flavia Ungarelli und Thomas Kostka

Für die Durchführung der Geldpolitik kommt es in hohem Maße darauf an, die Nachfrage der Geschäftsbanken nach Zentralbankreserven zu verstehen. Steigt die Versorgung mit Zentralbankgeld im Verhältnis zur Nachfrage an, werden die Geldmarktsätze sinken, und zwar bis zu dem Punkt, an dem für Banken die attraktivste Möglichkeit darin besteht, Reserven bei der Zentralbank zu hinterlegen. Steigt indes die Nachfrage nach Zentralbankgeld im Verhältnis zum Angebot an, werden sich die Geldmarktsätze erhöhen, und zwar bis zu dem Punkt, an dem für die Banken die attraktivste Möglichkeit darin besteht, ihre Nachfrage durch die Aufnahme von Krediten bei der Zentralbank zu befriedigen. Daher ist das Verhältnis zwischen Zentralbankreserven und Geldmarktsätzen nicht linear. In unmittelbarer Nähe der entsprechenden Kredit- und Einlagenzinsen (wenn die Reserven im System niedrig oder hoch sind) verläuft die entsprechende Nachfragekurve relativ flach. Sie fällt indes ab, wenn sich die Menge an Reserven im mittleren Bereich befindet. Abbildung A zeigt eine stilisierte Darstellung dieses Musters. Damit Zentralbanken beurteilen können, wie elastisch die Geldmarktsätze auf veränderte Bedingungen bei der Bereitstellung von Reserven reagieren, sind verlässliche Schätzungen des Verlaufs dieser Kurve vonnöten.

### Abbildung A

Illustrative Darstellung der Nachfragekurve nach Zentralbankreserven



Quelle: EZB.

Anmerkung: Aufgrund des Zusammenspiels zwischen Banken und anderen Finanzinstituten können sich die Geldmarktsätze auf einem leicht unter dem Einlagensatz der Zentralbank liegenden Niveau einpendeln. Diese Entwicklung ist im Euroraum seit einigen Jahren zu beobachten.

**Im vorliegenden Kasten wird eine neue Methode vorgestellt, mit der in Echtzeit die zeitvariable Elastizität der Euro-Geldmarktsätze gegenüber der**

**Überschussliquidität geschätzt werden kann.** Diese Methode wurde ursprünglich von Fachleuten der Federal Reserve Bank of New York für den unbesicherten US-Tagesgeldmarkt für Zentralbankreserven entwickelt.<sup>1</sup> Angesichts der potenziellen Divergenz zwischen den besicherten und unbesicherten Segmenten des Geldmarkts wird dieser Ansatz im vorliegenden Kasten sowohl auf den Euro Short-Term Rate (€STR) als auch auf die Sätze für General-Collateral-Repogeschäfte in Euro angewendet. Dies soll einen vollständigeren Überblick über die Liquiditätsentwicklung und deren Reagibilität in den verschiedenen Marktsegmenten ermöglichen, die in unterschiedlicher Weise auf die Liquiditätsbedingungen der Zentralbank reagieren können.

**Die Schätzung der Elastizität in Bezug auf die Nachfrage nach Zentralbankreserven birgt methodische Herausforderungen, die auf die Endogenität zwischen Preis und Liquiditätsvolumen sowie auf Verschiebungen bei der Nachfragekurve im Zeitverlauf zurückzuführen sind.**

Erstens ist die Beziehung zwischen Geldmarktsätzen und Liquiditätsvolumen endogen, weil die Geldmarktsätze nicht nur exogene Verschiebungen bei Liquiditätsnachfrage und -angebot widerspiegeln, sondern auch die eigenständige Liquiditätsaufnahme der Banken beeinflussen. Darüber hinaus können Störfaktoren wie Veränderungen der Einlagen öffentlicher Haushalte sich gleichzeitig auf das Liquiditätsangebot und die Bedingungen am Geldmarkt allgemein auswirken. Zweitens ist die Nachfragekurve selbst im Zeitverlauf sowohl horizontalen als auch vertikalen Verschiebungen ausgesetzt. Diese können beispielsweise auftreten, wenn sich der strukturelle Liquiditätsbedarf der Banken oder die Marktstrukturen ändern. So scheint sich die Nachfragekurve während der Staatsschuldenkrise im Euroraum horizontal (nach rechts) verschoben zu haben (siehe Abbildung B, Grafik a). Seinerzeit fragten die Banken vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit und regulatorischer Änderungen nach der globalen Finanzkrise vorsorglich mehr Zentralbankgeld nach. In jüngerer Zeit scheint sich die Nachfragekurve vertikal (nach unten) verschoben zu haben (siehe Abbildung B, Grafik b). Diese Verschiebung dürfte darauf zurückzuführen sein, dass der Abbau der Überschussliquidität im Jahr 2022 weitgehend durch die Rückzahlung gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte bedingt war und sich nicht auf das Volumen der von Nichtbanken bei Banken getätigten Einlagen auswirkte. Laut Analyse von Fachleuten der EZB war vor allem dieses Einlagevolumen für die jüngsten Veränderungen des Abstands zwischen dem €STR und dem Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB verantwortlich.

---

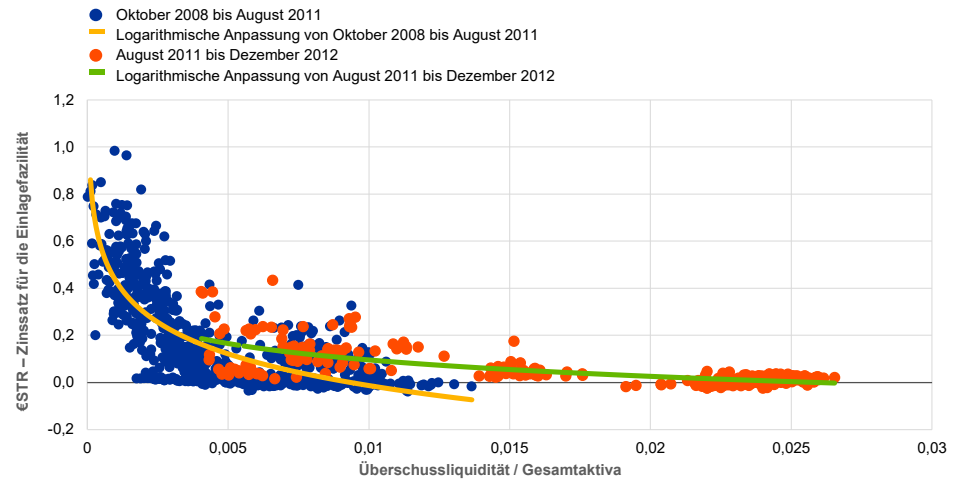
<sup>1</sup> Siehe Afonso et al. (2025). Auf der Grundlage dieser Methodik werden auf der [Website der Federal Reserve Bank](#) häufig Aktualisierungen der Elastizität des Abstands zwischen dem Zinssatz für (unbesichertes) US-Tagesgeld und jenem für Überschussreserven in Bezug auf Veränderungen des Angebots an Zentralbankreserven veröffentlicht.

## Abbildung B

### Verschiebungen in der Nachfragekurve nach Zentralbankreserven

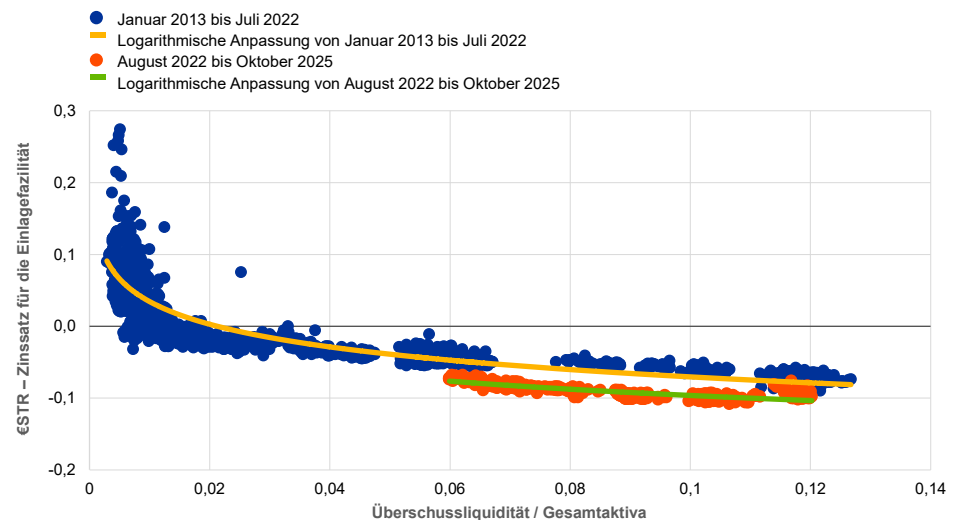
#### a) Horizontale Verschiebung um August 2011

(in %)



#### b) Vertikale Verschiebung um August 2022

(in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist ein Streudiagramm des Abstands zwischen dem €STR und dem Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die über die Gesamtaktiva des Bankensektors normierte Überschussliquidität. Grafik a zeigt die Stichprobe von Oktober 2008 bis Dezember 2012 (getrennt im August 2011). Grafik b zeigt die Stichprobe von Januar 2013 bis Oktober 2025 (getrennt im Juli 2022). Für jede Teilstichprobe wird eine logarithmische Funktion geschätzt, um die strukturelle Verschiebung in der Kurve um den jeweiligen Zeitraum herum zu beleuchten.

**Mit dem von Afonso et al. (2025) entwickelten Modell lassen sich diese Herausforderungen auf robuste Weise lösen. Ferner stellt es ein verlässliches Instrument zur Verfolgung der Elastizität in Bezug auf die Nachfrage nach Zentralbankreserven in Echtzeit dar.** Statt den vollständigen Verlauf der historischen Nachfragekurve zu schätzen, wird mit diesem Ansatz lediglich ihre lokale Steigung an einem bestimmten Tag ermittelt. Dadurch wird die Schätzung invariant dafür, ob für die Elastizitätsveränderungen die Entwicklungen im Kurvenverlauf oder (horizontale oder vertikale) Verschiebungen ihrer Position verantwortlich sind. Zusätzlich begegnet der Ansatz den Endogenitätsproblemen



dadurch, dass zeitversetzte Prognosefehler als Instrumente für die Überschussliquidität verwendet werden.

**Derzeit gibt es keine statistisch signifikanten Belege dafür, dass die Zinssätze verstärkt auf die Liquiditätsbedingungen im Euroraum reagieren.** In

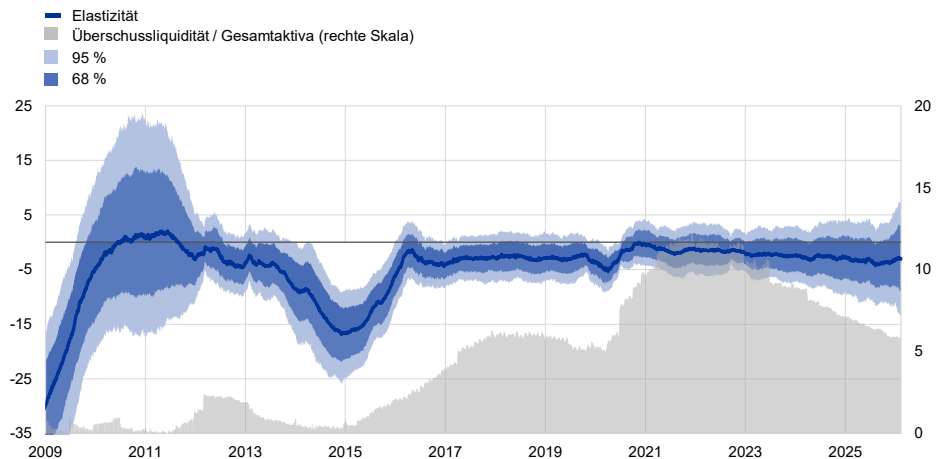
Abbildung C, Grafik a wird die geschätzte Elastizität des Abstands zwischen dem €STR und dem Zinssatz für die Einlagefazilität auf die Nachfrage nach Zentralbankreserven dargestellt. Die Abbildung zeigt, wie sich eine exogene Veränderung der Reserven um einen Prozentpunkt auf die Geldmarktsätze (in Basispunkten) auswirkt. Hierbei fallen drei Beobachtungen auf. Erstens: Nachdem die Liquiditätsgeschäfte im Herbst 2008 erstmals als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt wurden, haben sich innerhalb etwa eines Jahres die unbesicherten Marktsätze stabilisiert und reagierten nicht mehr stark auf Schwankungen bei der Liquiditätsversorgung. Zweitens: Die Elastizität kehrte sich in zwei bestimmten Phasen vorübergehend deutlich ins Negative, und zwar 2013/2014, als die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte fällig wurden und das Liquiditätsniveau stark rückläufig war, sowie – in geringerem Maße – zu Beginn der Corona-Pandemie, als der bereits bestehende Trend einer sich schrittweise verringernenden Überschussliquidität durch die erhöhte Risikoaversion verstärkt wurde. Drittens: In allen anderen Phasen und vor allem während der EZB-Ankaufprogramme von Vermögenswerten war die Liquiditätsversorgung stets überreichlich, sodass die Geldmarktsätze im Großen und Ganzen nicht darauf reagierten. Diese Konstellation scheint auch derzeit gegeben zu sein.

## Abbildung C

Zeitvariable Schätzungen der Elastizität der Geldmarktsätze im Euroraum gegenüber der Liquiditätsnachfrage

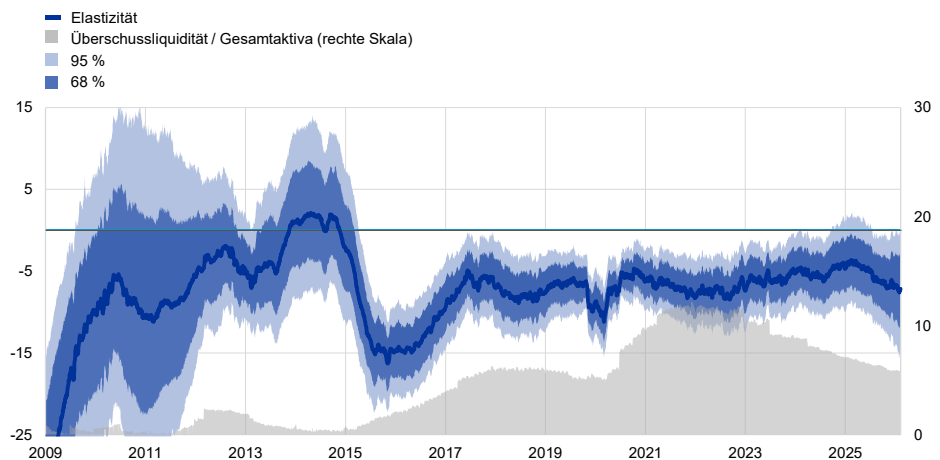
### a) Abstand zwischen dem €STR und dem Zinssatz für die Einlagefazilität

(linke Skala: in Basispunkten/Prozentpunkten; rechte Skala: in %)



### b) Abstand zwischen dem Zinssatz für General-Collateral-Repogeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität

(linke Skala: in Basispunkten/Prozentpunkten; rechte Skala: in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Elastizität des €STR gegenüber Veränderungen der Überschussliquidität wird anhand einer bayesianischen Vektorautoregression mit zeitvariierenden Parametern und drei Variablen geschätzt. Diese Variablen sind: die Überschussliquidität (ausgedrückt als Anteil an den gesamten Bankaktiva), der Abstand zwischen dem EURIBOR und dem Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) sowie der entsprechende Abstand zwischen dem €STR (Grafik a) und dem Zinssatz für General-Collateral-Repogeschäfte (Grafik b) im Vergleich zum Zinssatz für die Einlagefazilität, normiert mit dem Abstand zwischen dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Vor 2019 wird anstelle des €STR der EONIA abzüglich eines Abschlags von 8,5 Basispunkten verwendet. Die hellblauen und dunkelblauen Bereiche stellen die Konfidenzbänder der Schätzungen in Höhe von 68 % und 95 % dar.

**Die Elastizität der Reposätze gegenüber der Liquiditätsnachfrage scheint in jüngerer Zeit stärker zu reagieren als die der unbesicherten Zinssätze. Darin kommen globale Trends zum Ausdruck.** Im Gegensatz zu den unbesicherten Zinssätzen reagierten die Reposätze während der gesamten Phase der Bilanzausweitung etwas empfindlich auf Schwankungen der Liquiditätsversorgung (siehe Abbildung C, Grafik b). So erhöhte sich die Reagibilität der Reposätze in Phasen zunehmender Liquidität (z. B. im Jahr 2021 und Anfang 2022) und schwächte sich in Zeiten von Bilanzverkürzungen ab (z. B. 2018/2019 und

Ende 2022). Anders als die traditionelle Beziehung in Abbildung A lässt dieses Muster darauf schließen, dass es einen sogenannten Sicherheitenknappheitskanal gibt, über den durch die Wertpapierankäufe des Eurosystems die verfügbaren Sicherheiten an den Repomärkten verknapppt werden. Mit knapper werdenden Sicherheiten sind die Reposätze einem stärkeren (und nicht schwächeren) Abwärtsdruck im Verhältnis zum Zinssatz für die Einlagefazilität ausgesetzt, wenn sich die Überschussliquidität weiter ausweitete.<sup>2</sup> Umgekehrt sinkt bei zunehmendem Angebot an Sicherheiten die Knappheitsprämie, wodurch sich ceteris paribus die Reagibilität des Reposatzes verringert.<sup>3</sup> Seit Anfang 2023 steigt die Reagibilität der Reposätze im Einklang mit den traditionellen Mustern wieder an, und die besicherten Zinssätze reagieren etwas stärker als die unbesicherten Sätze.

### **Diese Ergebnisse stehen im Gegensatz zur aktuellen Geldmarktentwicklung in anderen Regionen der Welt.**

Während die besicherten und unbesicherten Zinssätze im Euroraum bislang nur begrenzt auf Veränderungen beim Angebot an Überschussliquidität reagiert haben, haben sich die besicherten Geldmarktsätze in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich zuletzt deutlicher nach oben bewegt. Laut Fachleuten der Zentralbanken beider Länder stehen diese Marktbewegungen explizit im Zusammenhang mit einem rückläufigen Angebot an Zentralbankreserven.<sup>4</sup> Um die Märkte zu beruhigen, beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC), die Reduzierung der Staatsanleihebestände zu beenden. Die Bank of England geht davon aus, dass die Banken stärker die dortigen Repo-Fazilitäten in Anspruch nehmen werden. Diese Entwicklung unterstreicht den Nutzen von Instrumenten, die frühzeitig Veränderungen des Liquiditätsumfelds anzeigen.

## **Literaturverzeichnis**

Afonso, G., Giannone, D., La Spada, G. und Williams, J. C. (2022, überarbeitet 2025), Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 1019.

Hartung, B., Linzert, T., Rahmouni-Rousseau, I., Schneider, Y. und Skrzypińska, M. (2025), [The first year of the Eurosystem's new operational framework](#), Der EZB-Blog, 25. April.

Saporta, V. (2025), The evolving liquidity landscape, Rede vor dem Market Panel auf der Conference on Money Markets der EZB.

---

<sup>2</sup> Effekte zum Quartals- und zum Jahresende sind extreme Beispiele für eine derartige Knappheitsprämie.

<sup>3</sup> Das Konzept eines an Bedeutung verlierenden Sicherheitenknappheitskanals entspricht der von Hartung et al. (2025) entworfenen Interpretation steigender Reposätze.

<sup>4</sup> In den Vereinigten Staaten wird das Niveau der Liquiditätsreserven als „nahezu reichlich“ bezeichnet (siehe das [Protokoll der Sitzung des Offenmarktausschusses vom 28./29. Oktober 2025](#)); im Vereinigten Königreich dürften die Zentralbankreserven den Projektionen zufolge Ende 2026 am oberen Rand der „Preferred Minimum Range of Reserves“ liegen (siehe Saporta, 2025).

# Aufsatz

## 1 Wie lassen sich die strukturellen Hemmnisse für den ökologischen Wandel überwinden?

Miles Parker und Susana Parraga Rodriguez

**In Europa werden die Auswirkungen des Klimawandels zunehmend sichtbar und verdeutlichen, dass es dringend erforderlich ist, Klimaneutralität zu erreichen.** Die Erderwärmung schreitet weiter voran und hat im Jahr 2024 erstmals die Schwelle von 1,5 Grad Celsius über dem vorindustriellen Niveau überschritten (Weltorganisation für Meteorologie, 2025). Die vier Jahre mit den bislang größten physischen Schäden, die seit 1980 in realer Rechnung in Europa durch extreme Wetter- und Klimaereignisse verursacht wurden, waren 2021, 2022, 2023 und 2024 (Europäische Umweltagentur, 2025). Diese Ereignisse wirkten sich auch auf die Teuerung, insbesondere auf den Anstieg der Nahrungsmittelpreise, aus. So lagen die Preise für Olivenöl im Januar 2024 nach schweren Dürren in Spanien und Italien 50 % über jenen vom Vorjahr (Kotz et al., 2025).

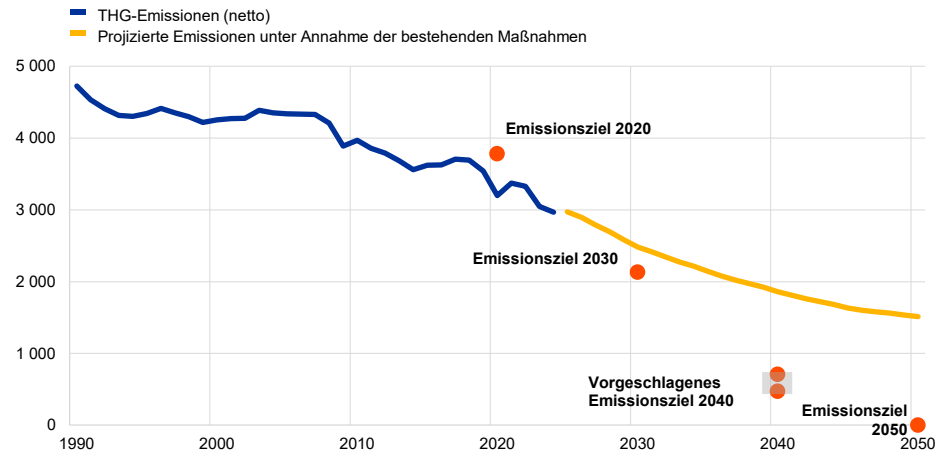
**Trotz der erheblichen Fortschritte bedarf es weiterer Anstrengungen, um das Netto-Null-Ziel der EU bis zum Jahr 2050 zu erreichen.** Von 1990 bis 2024 sind die CO<sub>2</sub>-Emissionen in der EU um 37 % gesunken (siehe Abbildung 1, Grafik a). Der Europäischen Umweltagentur zufolge dürfte die derzeitige Politik bis 2030 zu einer Minderung um 47 % gegenüber 1990 führen. Unter Berücksichtigung zusätzlicher geplanter Strategien und Maßnahmen der Mitgliedstaaten dürften die Emissionen in die Nähe des EU-Zwischenziels einer Emissionsreduktion um 55 % sinken. Es sind jedoch weitere Maßnahmen erforderlich, um bis zum Jahr 2050 das Netto-Null-Ziel zu erreichen (Aguilar Garcia et al., 2025). Besonderer Anstrengungen bedarf es im inländischen Verkehrssektor und im Bereich der Energieversorgung, da auf diese Sektoren zusammengenommen mehr als die Hälfte der Gesamtemissionen entfallen (siehe Abbildung 1, Grafik b).

## Abbildung 1

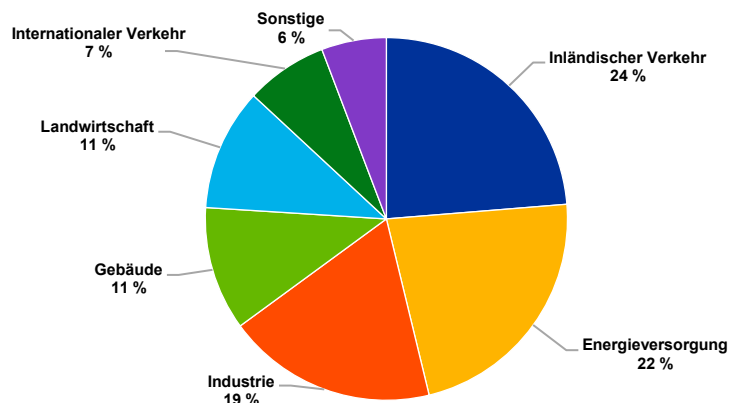
### Entwicklung der CO<sub>2</sub>-Emissionen in der EU

#### a) CO<sub>2</sub>-Emissionen insgesamt (netto)

(in Mio. Tonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalenten)



#### b) CO<sub>2</sub>-Emissionen (brutto) im Jahr 2023 nach Sektoren



Quelle: Europäische Umweltagentur.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zu den CO<sub>2</sub>-Emissionen insgesamt (netto) beziehen sich auf das Jahr 2024. Die Netto-CO<sub>2</sub>-Emissionen sind eine Messgröße der Treibhausgasemissionen (THG-Emissionen) in Millionen Tonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalenten abzüglich Kohlenstoffsinken aus Landnutzung, Landnutzungsänderungen und Forstwirtschaft (LULUCF). In den Daten berücksichtigt sind der internationale Luft- und Seeverkehr gemäß EU-Rechtsvorschriften zum Klimaschutz. Der Zukunftspfad für Emissionen wurde von der Europäischen Umweltagentur anhand der Projektionen für die THG-Emissionen der Mitgliedstaaten für 2025 berechnet. Negativbeiträge aus LULUCF sind in den Bruttoemissionen nach Sektoren nicht enthalten, mindern die Gesamt-Bruttoemissionen im Jahr 2023 jedoch um rund 6 %.

**Der vorliegende Aufsatz untersucht Hemmnisse unterschiedlicher Art, die den entscheidenden Prozessen für den ökologischen Wandel in Europa, nämlich Innovationen sowie die Nutzung und Verbreitung neuer Technologien, entgegenstehen.** Im Zuge dieses Wandels werden CO<sub>2</sub>-basierte Kapital- und Wirtschaftsprozesse durch CO<sub>2</sub>-freie Alternativen abgelöst. Hierfür müssen neue Technologien entwickelt und weitreichend genutzt werden, was wiederum eine Reallokation von Kapital und Arbeitskräften erfordert, und zwar innerhalb von Unternehmen, zwischen Unternehmen desselben Sektors und auch sektorübergreifend. Einer kürzlich durchgeführten Analyse der EZB zufolge müssten in Europa zur effektiven Umsetzung des ökologischen Wandels bis 2030 erhebliche zusätzliche Investitionen in Höhe von jährlich 2,7 % bis 3,7 % des BIP der EU mobilisiert werden (Nerlich et al., 2025).

**Eine Reihe zusammenhängender Formen des Marktversagens und struktureller Hemmnisse behindern den ökologischen Wandel, was verbesserte Maßnahmen der Politik erforderlich macht.**

Formen des Marktversagens zeigen sich beispielsweise in negativen Umwelt-Externalitäten sowie unvollständigem Wettbewerb und Wissenstransfer. Hinzu kommen ein komplexes, fragmentiertes und unsicheres regulatorisches Umfeld, eine für die Anpassung von Produktionsprozessen unzureichende Infrastruktur und Fachkenntnis, ein Mangel an Investitionen in Forschung und Entwicklung, Finanzierungsbeschränkungen sowie schwach entwickelte Märkte für risikobehaftetes Eigenkapital. Die CO<sub>2</sub>-Besteuerung wird weithin als das beste Instrument betrachtet, um Klimakosten zu internalisieren, auch wenn sich hierdurch allein nicht alle Hemmnisse für den ökologischen Wandel beseitigen lassen (Acemoglu et al., 2012; Aghion et al., 2019). Ergänzend zur CO<sub>2</sub>-Bepreisung bedarf es umfangreicher Investitionen und gezielter Subventionen in klimafreundliche Forschung und Entwicklung sowie umfassender strukturpolitischer Maßnahmen (Andersson et al., 2025; Nerlich et al., 2025; Benatti et al., 2024).

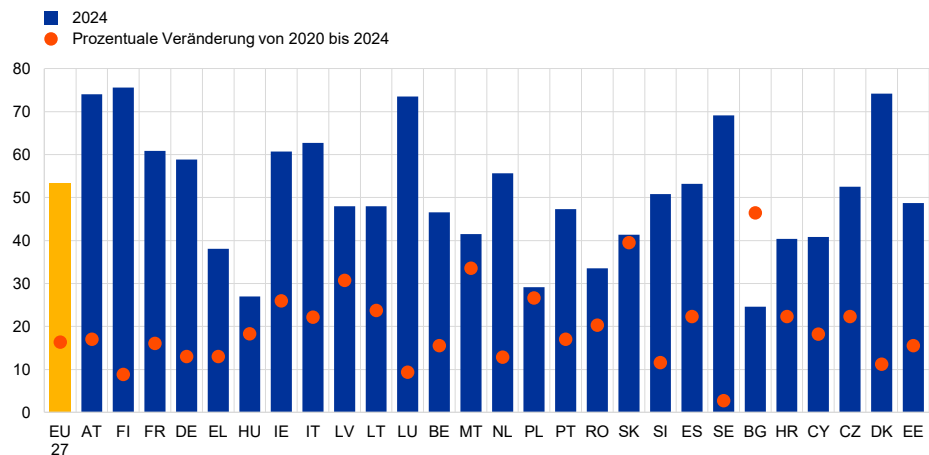
**Die Überwindung der genannten strukturellen Hemmnisse dürfte auch einen allgemeinen wirtschaftlichen Nutzen mit sich bringen, da die Hemmnisse in vielen Fällen auch Innovationen und die Verbreitung von Technologien beeinflussen, die nicht mit dem ökologischen Wandel im Zusammenhang stehen.**

Wie im Draghi-Bericht (Draghi, 2024) dargelegt, wirken sich die genannten strukturellen Schwächen negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der EU aus und beeinträchtigen ihre Innovationskraft. Darüber hinaus bieten die erneuerbaren Energien, wie EZB-Präsidentin Christine Lagarde jüngst anmerkte, die beste Möglichkeit, die Zielkonflikte zwischen den von der EU ausgegebenen energiepolitischen Zielen Versorgungssicherheit, Nachhaltigkeit und Bezahlbarkeit zu minimieren (Lagarde, 2025).

## **1 Aktueller Stand bei klimafreundlichen Technologien und Innovationen in der EU**

**Nach wie vor sind die klimafreundlichen Innovationen in der EU weitgehend mit jenen in anderen Industrieländern vergleichbar. Allerdings hat sich das globale Umfeld durch den raschen Aufholprozess Chinas verändert.** Im Zeitraum von 2017 bis 2021 entfiel weltweit rund ein Fünftel der Entwicklung klimafreundlicher und nachhaltiger Technologien auf die EU. Dieser Anteil ist mit jenem der Vereinigten Staaten und Japans vergleichbar. Im Jahr 2021 hatte China jedoch bereits andere wichtige Regionen überholt (siehe z. B. Nerlich et al., 2025). Laut den Daten des Europäischen Patentamts zu internationalen Patentfamilien stehen CO<sub>2</sub>-arme Technologien – darunter die Erzeugung und Speicherung erneuerbarer Energien – im Bereich der umweltfreundlichen Technologien weiterhin an der Spitze. Bei der Entwicklung von Innovationen zur Verringerung von Umweltauswirkungen zeigen sich zwischen den einzelnen Ländern deutliche Unterschiede (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2**  
**Öko-Innovationsindex**



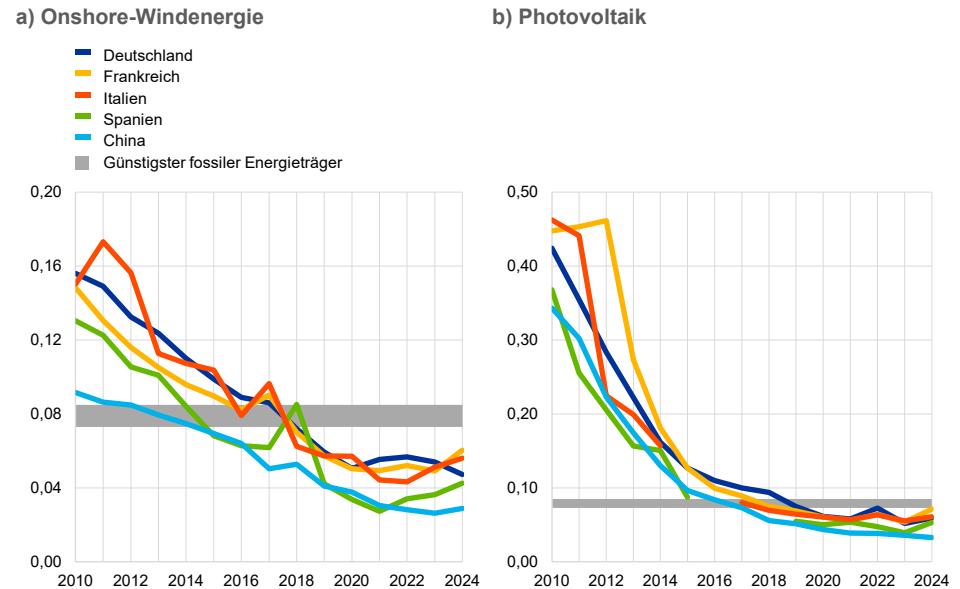
Quellen: Investitionsumfrage der Europäischen Investitionsbank (EIB, 2024) und Europäische Kommission ([Single Market and Competitiveness Scoreboard – Green transition](#)).  
 Anmerkung: Der Öko-Innovationsindex erfasst die Entwicklung von Innovationen, die Umweltauswirkungen, Ressourcenverbrauch oder Emissionen verringern. Der Jahresindex reicht von 0 bis 100.

**Die kostenseitige Wettbewerbsfähigkeit erneuerbarer Energien hat sich durch den technologischen Fortschritt, die steigende Nachfrage und unterstützende politische Maßnahmen weltweit verbessert.** Im Zeitraum von 2010 bis 2024 sanken die durchschnittlichen weltweiten Kosten der Stromerzeugung aus Offshore-Windenergie, Onshore-Windenergie und Photovoltaik um 62 %, 70 % bzw. 90 % (Internationale Agentur für Erneuerbare Energien (IRENA), 2025). Im Jahr 2024 waren 91 % der neu in Betrieb genommenen erneuerbaren Energiekapazitäten kostengünstiger als die günstigste verfügbare fossile Energiequelle. So lagen die Kosten von Photovoltaikanlagen und Onshore-Windkraftanlagen durchschnittlich 41 % bzw. 53 % unter jenen der günstigsten fossilen Option. In wichtigen europäischen Märkten sind die Kosten erneuerbarer Energien zwar ähnlich stark gesunken, doch liegen sie insgesamt noch immer deutlich höher als in China (siehe Abbildung 3). Im Jahr 2024 hat das Land mehr erneuerbare Energieträger installiert als alle anderen Regionen der Welt zusammengekommen.

### Abbildung 3

#### Sinkende Kosten der Stromerzeugung aus erneuerbaren Quellen

(2024, in USD/kWh, Stromgestehungskosten)



Quelle: Internationale Agentur für Erneuerbare Energien (IRENA), 2025.

Anmerkung: Die Stromgestehungskosten umfassen die Kosten für Finanzierung, Errichtung und Betrieb einer Neuanlage gemessen an ihrer voraussichtlichen Nutzungsdauer. Die für fossile Energieträger dargestellte Bandbreite umfasst die weltweiten durchschnittlichen Stromgestehungskosten von Kohle- sowie Gas- und Dampfkombikraftwerken.

#### **Trotz der insgesamt rückläufigen Kosten erneuerbarer Energien sind klimafreundliche Technologien in Europa nach wie vor kostenintensiver als in anderen großen Volkswirtschaften, vor allem im Vergleich zu China.**

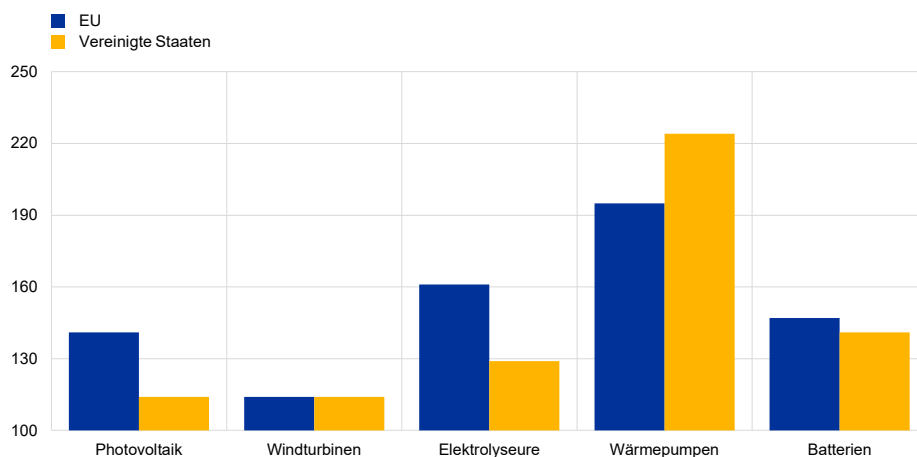
Beispielsweise sind die Kosten der Batteriefertigung in Europa fast 50 % höher, Elektrolyseure sind 61 % teurer, und die Kosten von Wärmepumpen sind nahezu doppelt so hoch (siehe Abbildung 4). Diese zwischen den Regionen bestehenden Kostenunterschiede sind vor allem auf den Skalierungsgrad der Produktion, die Lieferkettenintegration und die Fertigungseffizienz zurückzuführen. Arbeitskosten machen dagegen nur einen kleinen Teil der Gesamtkosten aus. Auch wenn bereits zahlreiche für die Erreichung des Netto-Null-Ziels erforderliche klimafreundliche Technologien auf Unternehmensebene existieren, bleiben ihre Anwendungsraten noch hinter dem Zielpfad zurück, der für einen erfolgreichen ökologischen Wandel erforderlich ist. Unternehmen mit klimafreundlichen Technologien sind noch weit davon entfernt, im Wettbewerb mit traditionelleren Unternehmen bestehen zu können, die günstigere Preise, jedoch höhere Emissionen aufweisen (McKinsey, 2023). Es gelingt ihnen nicht, ihr Geschäft hinreichend zu skalieren, um die technologische Reife vielversprechender klimafreundlicher Technologien, die sich noch in frühen Innovationsphasen befinden, unter Beweis zu stellen und ihr Kommerzialisierungspotenzial auszuschöpfen (McKinsey, 2024).



#### Abbildung 4

Produktionskosten klimafreundlicher Energieträger in der EU und in den Vereinigten Staaten (verglichen mit China)

(Index: Kosten in China = 100)



Quelle: Internationale Energieagentur (IEA), 2024.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Jahr 2023.

## 2 Strukturelle Hemmnisse, die den ökologischen Wandel in der EU erschweren

**Trotz eines soliden Fundaments für Innovationen gibt es in der EU eine Reihe struktureller Hemmnisse, die klimafreundliche Investitionen und die Verbreitung CO<sub>2</sub>-armer Technologien erschweren.** Dazu zählen Fälle von Marktversagen, finanzielle Friktionen sowie Kosten, die die Attraktivität von Innovationen und der Umstellung auf neue Technologien schmälern.

**Als Hemmnis für neue klimafreundliche Technologien ist hier in erster Linie die implizite Subventionierung fossiler Energieträger zu nennen, deren Umweltauswirkungen nicht eingepreist sind.** Die Verbrennung fossiler Brennstoffe verursacht global langfristige Klimaschäden und führt zu lokaler Luftverschmutzung. Allein im Jahr 2022 waren laut Schätzung der Europäischen Umweltagentur 239 000 Todesfälle auf Feinstaubemissionen zurückzuführen, die über den in den Leitlinien der Weltgesundheitsorganisation genannten Richtwerten lagen. Laut dem Internationalen Währungsfonds beliefen sich die impliziten Subventionen für fossile Brennstoffe 2022 auf 267 Mrd. USD. Dies entspricht 1,8 % des BIP im Euroraum. Weitere 95 Mrd. USD (0,6 % des BIP) entfielen auf explizite Subventionen (Black et al., 2023).<sup>1</sup> Die genannten impliziten und expliziten Subventionen stellen einen erheblichen Fehlanreiz dar, der Innovationen in klimafreundliche Technologien bremst. Um mit etablierten CO<sub>2</sub>-basierten

<sup>1</sup> Der Internationale Währungsfonds berechnet explizite Subventionen anhand des geschätzten monetären Werts der nicht besteuerten Umweltauswirkungen, die sich aus der Verbrennung fossiler Brennstoffe in Bezug auf den Klimawandel und die lokale Luftverschmutzung ergeben. Zu den expliziten Subventionen zählen beispielsweise ermäßigte Mehrwertsteuersätze auf den Kauf fossiler Brennstoffe und die Festsetzung administrativer Preise auf einem Niveau unter den Bereitstellungskosten.

Technologien konkurrieren zu können, müssten innovative Technologien nämlich deutlich produktiver als die herkömmlichen sein.

**Eine weitere Art von Marktversagen betrifft den Transfer von Wissen, das nicht nur Nutzen für das Unternehmen stiftet, welches die entsprechenden Forschungsprojekte durchführt, sondern für die gesamte Gesellschaft.** Ein solcher Wissenstransfer birgt sowohl für andere Anwender als auch für Mitbewerber derselben Branche Vorteile. Beispielsweise sorgt die Weiterentwicklung der Batterietechnologie nicht nur für ein niedrigeres Preisniveau bei Elektrofahrzeugen. Sie erhöht darüber hinaus die Wirtschaftlichkeit erneuerbarer Energiequellen, denn die Stromerzeugung muss dadurch in Zeiträumen mit einem Überangebot weniger stark gedrosselt werden. Derartige Transfers schaffen eine Diskrepanz zwischen den privaten Renditen, die die Unternehmen aus Investitionen in Forschung und Entwicklung generieren, und der Sozialrendite. Auf sich gestellt investieren Unternehmen also eher weniger in ökologische Innovationen, als aus gesellschaftlicher Sicht optimal wäre.

**Finanzielle Friktionen beeinträchtigen klimafreundliche Innovationen stärker als andere Innovationen und hemmen deren Voranschreiten durch die einzelnen technologischen Entwicklungsphasen.** Beispielsweise haben Risikokapitalgesellschaften in Bezug auf saubere Technologien möglicherweise ein mangelndes technisches Fachwissen im Vergleich zu anderen Bereichen (z. B. Software) und sind deshalb weniger gewillt, sich mit frühen Prototypen zu befassen. Auch könnten erste im kommerziellen Maßstab geplante Projekte das Volumen des üblicherweise bereitgestellten Wagniskapitals überschreiten, jedoch noch zu risikobehaftet für eine Bankfinanzierung sein (Dugoua und Moscona, 2025). Die CO<sub>2</sub>-intensiven Branchen können von tieferen Aktienmärkten profitieren, um Innovationen bei klimafreundlichen Technologien zu initiieren und die Dekarbonisierung zu beschleunigen (De Haas und Popov, 2023). In der Regel sind auch Projekte im Bereich der klimafreundlichen Technologien kapitalintensiv, sodass deren zukünftige Rentabilität bereits von geringfügigen Schwankungen der Erträge und Kosten beeinträchtigt werden kann. So reagieren Unternehmen, die Innovationen im Bereich der erneuerbaren Energien vorantreiben, empfindlicher auf Cashflow-Schocks, weshalb sie auch weniger Patente anmelden als Firmen, die im Bereich der fossilen Energieträger Innovationen einführen (Noailly und Smeets, 2021). Aufgrund der genannten Empfindlichkeit der künftigen Rentabilität ist auch ein klarer und vorhersehbarer Kurs bei der Ausgestaltung der Umweltschutzvorschriften unabdingbar, denn regulatorische Unsicherheit wirkt sich nachteilig auf klimafreundliche Innovationen aus.

**Die genannten Finanzierungsbeschränkungen zeigen sich besonders deutlich in der EU. Hier ist die Finanzierung über Quellen außerhalb des Bankensystems – die sich für die Finanzierung risikobehafteter langfristiger Projekte besser eignen – nach wie vor nicht hinreichend ausgereift.** Es ist daher dringend geboten, die Kapitalmarktunion weiter voranzutreiben. Damit ließe sich Kapital in innovative und wettbewerbsfähige Unternehmen lenken, indem bessere Möglichkeiten für die Eigen- und Risikokapitalfinanzierung geschaffen werden (Arampatzi et al., 2025). Finanzierungsbeschränkungen, ein begrenzter

Zugang zu Risikokapital und unzureichend entwickelte Kapitalmärkte werden häufig als Faktoren angeführt, die den ökologischen Wandel bremsen. Die jüngsten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum (EZB, 2025) deuten darauf hin, dass die Kreditinstitute zunehmend auf die Transitionsrisiken der Unternehmen schauen. Zwar werden die Kreditrichtlinien für Firmen mit einer besseren Klimabilanz allmählich gelockert, doch dämpft die Unsicherheit in Bezug auf zukünftige Klimaschutzvorschriften der Umfrage zufolge die Kreditnachfrage. Dies verdeutlicht das Wechselspiel zwischen finanziellen und regulatorischen Hemmnissen.

**Mehrkosten hindern Unternehmen daran, neue Technologien anzuwenden und von CO<sub>2</sub>-intensiven auf klimafreundliche Technologien umzustellen.**

Regulatorische Kosten und regulatorische Unsicherheit können Unternehmen davon abhalten, in möglicherweise risikobehaftete neue Technologien zu investieren. Neue Technologien bringen auch zahlreiche weitere Erfordernisse mit sich, darunter eine entsprechende Qualifizierung von Arbeitskräften, Lieferkettensicherheit – beispielsweise für kritische Rohstoffe – und den Einsatz ergänzender Technologien. So lassen sich mithilfe konkurrenzfähiger Großspeichersysteme die täglichen (und untätigen) Schwankungen von Solar- und Windenergie abfedern. Hinzu kommen verschiedene Netzwerk- und Koordinationseffekte, die derzeit noch fossile Energieträger begünstigen und somit zu Beharrungstendenzen von Technologien mit hohem CO<sub>2</sub>-Ausstoß führen.

**Das komplexe, national uneinheitliche regulatorische Umfeld schafft Unsicherheit und wird von Unternehmen häufig als Hindernis für Innovationen und Investitionen genannt.**

In den letzten Jahren hat sich die Komplexität der staatlichen Regulierung in den meisten EU-Ländern verringert, doch bleibt die EU noch immer hinter anderen, unternehmensfreundlicheren Volkswirtschaften zurück (siehe Abbildung 5). Schwerfällige Verwaltungs- und Compliance-Verfahren verursachen für Unternehmen, die neue Märkte erschließen oder dort expandieren wollen, Mehrkosten und können ihren Zugang zu bestimmten Technologien oder Daten beschränken (Nerlich et al., 2025). Die genannten Verfahren führen häufig zu langen Genehmigungsfristen, höheren Kosten und einem zusätzlichen Ressourcenbedarf. Diese Herausforderungen zeigen sich besonders deutlich im Sektor der erneuerbaren Energien, denn dort bestehen nach wie vor erhebliche Engpässe aufgrund von langen Wartezeiten auf Genehmigungen oder Netzanschlüsse. Genehmigungsverfahren für Industrie- und Energieprojekte können mehrere Jahre dauern, in manchen Fällen sogar mehr als zehn Jahre.<sup>2</sup> Derartige Verzögerungen erhöhen die Projektkosten erheblich, und zwar um geschätzte 10 % bis 35 % des Gesamtinvestitionsvolumens (Piotrowski und Gislén, 2024). Die Komplexität der Genehmigungsverfahren resultiert zum Teil aus dem einzigartigen mehrschichtigen Rechtssystem der EU, wobei sich die Bearbeitungsdauer sowohl innerhalb eines Landes als auch von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat deutlich unterscheiden kann. So führten etwa Genehmigungsverzögerungen in Italien und

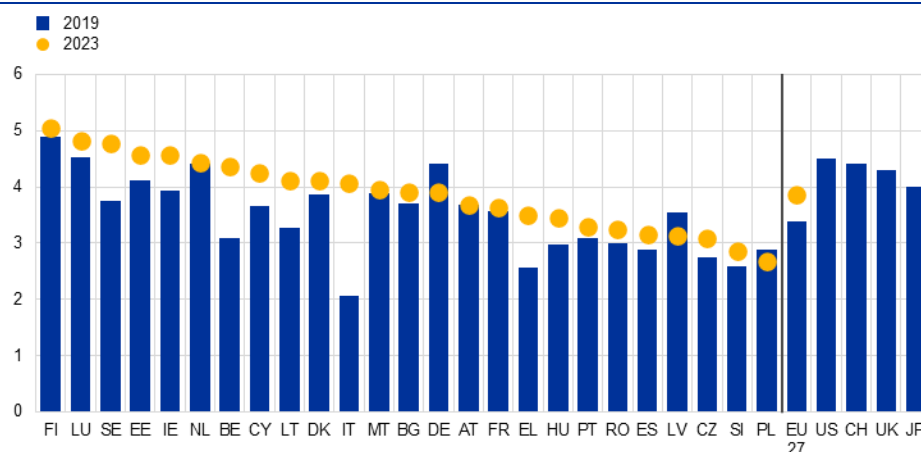
---

<sup>2</sup> Beispielsweise vergingen bei einigen geplanten Offshore-Windparks in Frankreich rund elf Jahre bis zur vollständigen Genehmigung (Banet und Willems, 2023). In Deutschland erstreckte sich der Realisierungszeitraum mehrerer Onshore-Windkraftanlagen über mehr als sieben Jahre (Quentin, 2025).

Polen dazu, dass bei mehreren Ausschreibungen für neue Windkraftanlagen zu wenige Angebote eingingen. Neben den Kosten einiger Regulierungsmaßnahmen hat auch die wahrgenommene Unsicherheit in Bezug auf die Ausrichtung und das Tempo der zukünftigen klimabezogenen Regulierung maßgeblichen Einfluss auf Geschäftsentscheidungen über Innovationen und Investitionen in klimafreundliche Technologien (Basaglia et al., 2025; Köhler-Ulbrich et al., 2025; Marotta et al., 2025).

### Abbildung 5

#### Leichtigkeit der Erfüllung regulatorischer und administrativer Anforderungen



Quellen: Investment Survey der Europäischen Investitionsbank (EIB, 2024) und Europäische Kommission ([Single Market and Competitiveness Scoreboard – Responsive administration and burden of regulation](#)).

Anmerkung: Die Indikatoren basieren auf den Antworten der Unternehmen auf einer Skala von 1 bis 7, wobei 7 der niedrigsten regulatorischen Belastung entspricht. Je höher der Wert, desto unternehmensfreundlicher das regulatorische Umfeld. Für 2023 liegen keine Daten für die Vereinigten Staaten, China, das Vereinigte Königreich und Japan vor.

#### Fachkräftemangel, Diskrepanzen zwischen Angebot und Nachfrage am Arbeitsmarkt sowie die schleppende Umverteilung von Arbeitskräften behindern die Einführung neuer Technologien.

Der Wandel hin zu einer saubereren Wirtschaft wird zwar von der Politik vorangetrieben und durch neue Technologien ermöglicht, doch letztlich kommt es darauf an, dass Menschen ihn umsetzen. Umschulungen und Weiterbildungen sind daher von entscheidender Bedeutung (OECD, 2024). Die Definition von „Green Skills“ ist nicht einfach, denn es handelt sich dabei nicht um ein separates Spektrum an Fähigkeiten. Vielmehr geht es darum, vorhandene Fertigkeiten, Kenntnisse und Kompetenzen für Aktivitäten einzusetzen, durch die Umweltschäden reduziert werden. Die Qualifikationsprofile der meisten emissionsintensiven Berufsfelder weisen große Ähnlichkeit mit denen mindestens eines „neutralen“ oder klimafreundlichen Berufs auf. Ein Übergang lässt sich also durch gezielte Umschulungsmaßnahmen realisieren. Beispielsweise bestehen für Ingenieure in der zweifellos emissionsintensiven Öl- und Gasindustrie sehr ähnliche Qualifikationsanforderungen wie für eine Reihe von klimafreundlichen Berufsfeldern, darunter Umweltingenieure und Analysten für Klimaschutzpolitik.

#### Neue klimafreundliche Berufsfelder erfordern tendenziell ein höheres Kompetenzniveau in fast allen Bereichen.

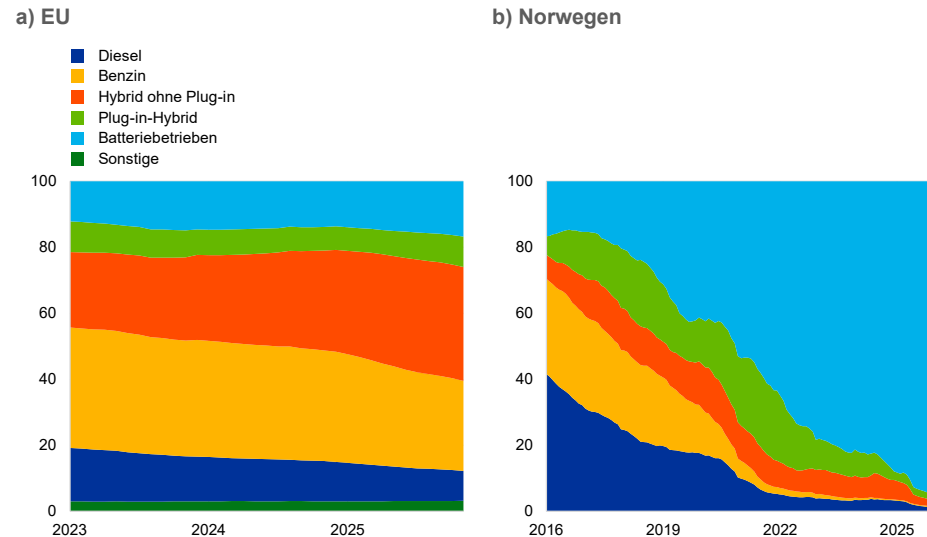
Durch den ökologischen Wandel steigt am Arbeitsmarkt allmählich die Nachfrage auf allen Qualifikationsebenen, da neue Berufsbilder entstehen. Besonders groß ist die Herausforderung für gering qualifizierte Arbeitskräfte, deren Kenntnisse stärker von den für klimafreundliche

Berufsfelder erforderlichen Kompetenzen abweichen. Hoch qualifizierte Arbeitskräfte verfügen dagegen oft bereits über übertragbares Wissen in den Bereichen Mathematik, Ingenieurwesen und Technologie. Ohne staatliche Interventionen könnte dies möglicherweise zu einer Zunahme der Ungleichheit führen (Albanese et al., 2025). Dieses Problem wird durch den relativen Mangel an MINT-Absolventinnen und -Absolventen in der EU noch verschärft (Filip et al., 2025). Darüber hinaus bleiben in theoretischen Untersuchungen zum Abgleich von Qualifikationen und Stellenprofilen wichtige Faktoren unberücksichtigt, die die tatsächliche Mobilität beeinflussen, darunter Lohnunterschiede und freie Stellen. Derzeit gibt es nicht genügend Fachkräfte, um die rasch wachsende Zahl an Arbeitsplätzen in den Bereichen Umwelt und Nachhaltigkeit zu besetzen. Laut LinkedIn-Daten stieg der weltweite Anteil der Neueinstellungen mit Umwelt- und Klimabezug 2025 gegenüber dem Vorjahr um 8 %. Der Anteil der Arbeitskräfte mit entsprechendem Qualifikationsprofil nahm im selben Zeitraum hingegen nur um 4 % zu. Die Nachfrage nach Green Skills ist damit das zweite Jahr in Folge doppelt so schnell gewachsen wie das Angebot (LinkedIn, 2025).

**Fehlt die erforderliche Infrastruktur oder mangelt es an Netzwerkeffekten, so kann dies die Nachfrage nach neuen Technologien dämpfen und deren Verbreitung verlangsamen.** Wenn mehrere Akteure koordiniert an einer Lösung arbeiten, lassen sich die Kosten für alle Nutzer des Netzwerks senken. Wer im Besitz eines Fahrzeugs mit Verbrennungsmotor ist, profitiert derzeit beispielsweise von einem dichten Tankstellennetz. Obwohl die Preise für batteriebetriebene Fahrzeuge dank weiterentwickelter Technologien und des höheren Skalierungsgrades deutlich rückläufig sind, ist die Akzeptanz der Verbraucherinnen und Verbrauchern bis dato sehr gemischt. Bedenken hinsichtlich der Lademöglichkeiten auf längeren Fahrten („Reichweitenangst“) stellen nach wie vor ein Hindernis dar. Im November 2025 entfiel knapp ein Drittel der Pkw-Neuzulassungen in der EU auf batteriebetriebene Fahrzeuge und Plug-in-Hybride (siehe Abbildung 6). In Norwegen wurde dieser Anteil bereits vor zehn Jahren erreicht. Im November 2025 machten batteriebetriebene Fahrzeuge dort 95 % der Neuzulassungen aus. Ein rascher Übergang zu einem CO<sub>2</sub>-ärmeren Fahrzeugbestand ist also möglich, wenn die entsprechende Infrastruktur vorhanden ist.

**Abbildung 6**  
Pkw-Neuzulassungen nach Antriebsart

(in %; gleitender 12-Monats-Durchschnitt)



Quellen: European Automobile Manufacturers' Association und Norwegian Road Federation.

Anmerkung: Die Daten stammen von den [GitHub-Seiten](#) von Robbie Andrew (leitender Wissenschaftler am Centre for International Climate Research, Oslo). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2025.

### Das Zusammenspiel der genannten Hemmnisse verlangsamt Innovationen und die Verbreitung klimafreundlicher Technologien in der gesamten Wirtschaft.

Wird der ökologische Wandel verzögert, so wirkt sich das direkt und negativ auf das Produktionspotenzial und die Wettbewerbsfähigkeit aus. Indirekt hat dies auch Implikationen für die Volatilität der Inflation. Die Umfrageergebnisse zeigen, dass Unternehmen aus dem Bereich der grünen Technologien die begrenzte Verfügbarkeit von Finanzmitteln, komplexe und fragmentierte Vorschriften, Unsicherheit, den Fachkräftemangel, die begrenzte Nachfrage nach neuen klimafreundlichen Produkten sowie komplexe Partnerschaften als Hindernisse für ihre Geschäftstätigkeit betrachten.<sup>3</sup> Kasten 1 ergänzt diese umfragebasierten Erkenntnisse durch eine neue Textanalyse der Transkripte von Earnings Calls börsennotierter Unternehmen. Er enthält auch eine aktuelle Rangliste der strukturellen Hemmnisse für den ökologischen Wandel, die von Großunternehmen am häufigsten genannt werden.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Nerlich et al. (2025).

<sup>4</sup> Bei direkten Vergleichen von umfragebasierten Daten mit Textanalysen von Earnings Calls ist allerdings Vorsicht geboten, da erstere ein breiteres Spektrum an Unternehmen abdecken, während Informationen aus Earnings Calls nur für börsennotierte Großunternehmen verfügbar sind.

## Kasten 1

### Hemmnisse, die aus Sicht der Unternehmen klimafreundlichen Investitionen entgegenstehen

Clémence Descubes

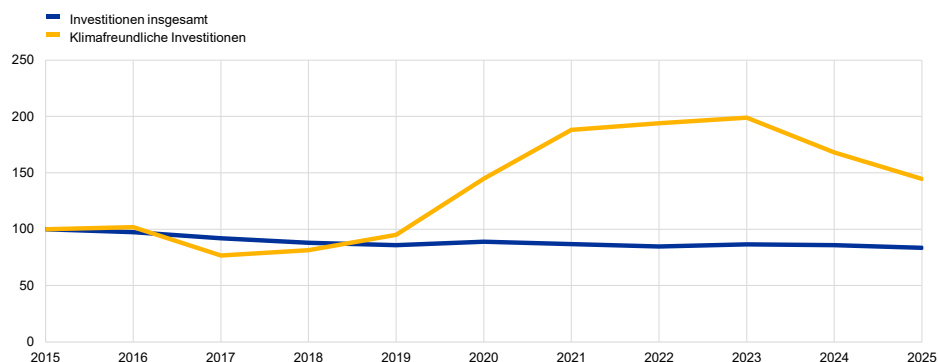
Jüngste Erkenntnisse aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) belegen, dass sich Unternehmen unterschiedlichen Hemmnissen für klimafreundliche Investitionen gegenübersehen. Mehr als die Hälfte der Unternehmen, die im zweiten Quartal 2023 an der SAFE-Umfrage teilnahmen, nannten hohe Zinsen oder gestiegene Finanzierungskosten sowie unzureichende staatliche Subventionen als wesentliche Hindernisse für ihre in den nächsten fünf Jahren geplanten Investitionen in den ökologischen Wandel (Nerlich et al., 2025). Der vorliegende Kasten ergänzt die umfragebasierten Erkenntnisse durch Belege aus einer Textanalyse der Earnings Calls von Großunternehmen.

Diese deuten auf einen allmählichen Anstieg der klimafreundlichen Investitionen der Unternehmen hin. Diese Art von Investitionen macht zwar nach wie vor nur einen geringen Anteil an den Gesamtinvestitionen aus (3,1 % im Jahr 2025), die Erwähnungen in den Earnings Calls nahmen aber von 2019 bis 2023 stetig zu und liegen seitdem konstant über dem Niveau von 2019. Dagegen blieb die Zahl der Erwähnungen von Investitionen insgesamt über denselben Zeitraum weitgehend stabil (siehe Abbildung A).

## Abbildung A

### Erwähnungen von Investitionen insgesamt und von klimafreundlichen Investitionen in Earnings Calls

(durchschnittliche Anzahl der Sätze in Earnings Calls, in denen mindestens ein Schlüsselwort vorkommt; Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kategorie „Investitionen insgesamt“ wird anhand der durchschnittlichen Anzahl der Sätze in Earnings Calls erfasst, in denen mindestens ein Schlüsselwort zum Thema Investitionen erwähnt wird. Die Kategorie „klimafreundliche Investitionen“ wird anhand der durchschnittlichen Anzahl der Sätze in Earnings Calls erfasst, in denen mindestens ein Wort zum Thema Investitionen und ein Wort zum Thema klimafreundliche, nachhaltige und umweltfreundliche Technologien erwähnt wird. Die Daten beziehen sich auf 17 EU-Länder (Belgien, Dänemark, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Finnland und Schweden) und decken den Zeitraum vom 1. Januar 2015 bis zum 31. Dezember 2025 ab.

In Anlehnung an die in der SAFE-Umfrage zu den Auswirkungen des Klimawandels genannten Hemmnisse für die Geschäftstätigkeit (Nerlich et al., 2025) wurden die Angaben der Unternehmen zu folgenden Hemmnissen erfasst und klassifiziert: a) Zugang zu Finanzmitteln, b) Arbeits- und Fachkräftemangel, c) nachfrageseitige Beschränkungen, d) Komplexität und Unsicherheit des regulatorischen Umfelds, e) Energie- und Vorleistungskosten, f) allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit sowie g) Hemmnisse in Bezug auf Partnerschaften, Verbreitung von Technologien und geistiges Eigentum. Für die einzelnen Hemmnisse wurde jeweils eine Liste von Schlüsselwörtern erstellt. Dabei wurden dieselben Begriffe verwendet, die auch von den Unternehmen in der

Umfrage zur Beschreibung der Hemmnisse für ihre Geschäftstätigkeit im Bereich umweltfreundliche und nachhaltige Technologien in der EU genannt worden waren.

Das Hemmnis „Zugang zu Finanzmitteln“ bezieht sich auf die finanziellen Friktionen, denen sich die Unternehmen nach eigenen Angaben bei der Suche nach Investitionsmöglichkeiten gegenübersehen. Dazu zählen ein begrenzter oder kostenintensiver Zugang zu Kapital, Einschränkungen bei der Kreditvergabe durch Banken und bei der marktbasierten Finanzierung, hohe Zinsen, unzureichende staatliche Förderung oder mangelnde Subventionen sowie eine allgemein geringe Bereitschaft von Investoren, Risikokapital bereitzustellen. Das Hemmnis „Komplexität und Unsicherheit des regulatorischen Umfelds“ hat zwei unterschiedliche Dimensionen: a) die regulatorische Unsicherheit, die sich in den Verweisen der Unternehmen auf die Unvorhersehbarkeit, Komplexität und Fragmentierung der nationalen oder EU-weiten Rechts- und Verwaltungsvorschriften widerspiegelt, und b) die Auswirkungen regulatorischer Beschränkungen in der Praxis, die in Aussagen über die Kosten für die Umweltberichterstattung, Compliance-Kosten, Verzögerungen bei der Erteilung von Lizenzen oder Genehmigungen, Berichtspflichten und steuerlicher Komplexität zum Ausdruck kommen. Das Hemmnis „allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit“ spiegelt die Bedenken der Unternehmen bezüglich der zukünftigen Wirtschaftslage, politischer Entwicklungen, Marktdynamiken und klimabezogener Risiken wider.

Die für die Unternehmen bestehenden Hemmnisse unterscheiden sich je nach Art der Investitionen. Die Komplexität und Unsicherheit des regulatorischen Umfelds sowie die allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit spielen als Hindernisse für klimafreundliche Investitionen eine große Rolle (siehe Abbildung B). Als Haupthindernis für geplante klimafreundliche Investitionen nannten die Unternehmen Probleme beim Zugang zu Finanzmitteln (durchschnittlich 57 % aller Nennungen von 2015 bis 2025). An zweiter Stelle folgten mit 23 % aller Nennungen regulatorische Hindernisse, wobei hier vor allem die regulatorische Unsicherheit thematisiert wurde. Am dritthäufigsten wurde die allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit angeführt, gefolgt von Energie- und Vorleistungskosten, Arbeits- und Fachkräftemangel, nachfrageseitigen Beschränkungen sowie Hindernissen in Bezug auf Partnerschaften, Innovationen und geistiges Eigentum.

Betrachtet man hingegen die Investitionen insgesamt, dann gewinnen die Finanzierungsbeschränkungen als Hemmnis erheblich an Bedeutung. Sie machen durchschnittlich 86 % aller von Großunternehmen von 2015 bis 2025 genannten Hemmnisse aus. Regulatorische Hürden sind hier mit einem Anteil von nur 6 % eher von nachrangiger Bedeutung.



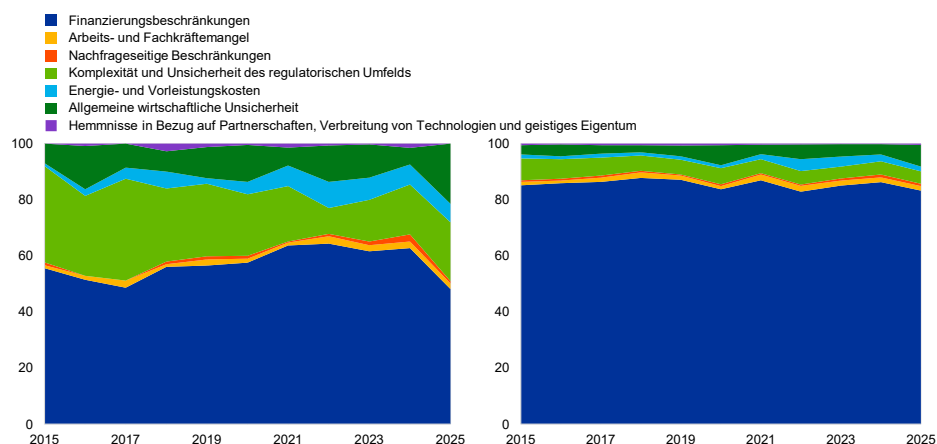
## Abbildung B

### Hemmnisse für klimafreundliche Investitionen und für Investitionen insgesamt aus Sicht der Unternehmen

(Anteile an den Gesamtnennungen von Investitionshemmnissen in %)

a) Klimafreundliche Investitionen

b) Investitionen insgesamt



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Der Anteil des jeweiligen Hemmnisses wird anhand der durchschnittlichen Anzahl der Sätze in Earnings Calls erfasst, die mindestens einen mit dem betreffenden Hemmnis im Zusammenhang stehenden Begriff sowie einen Begriff zum Thema klimafreundliche Investitionen enthalten.

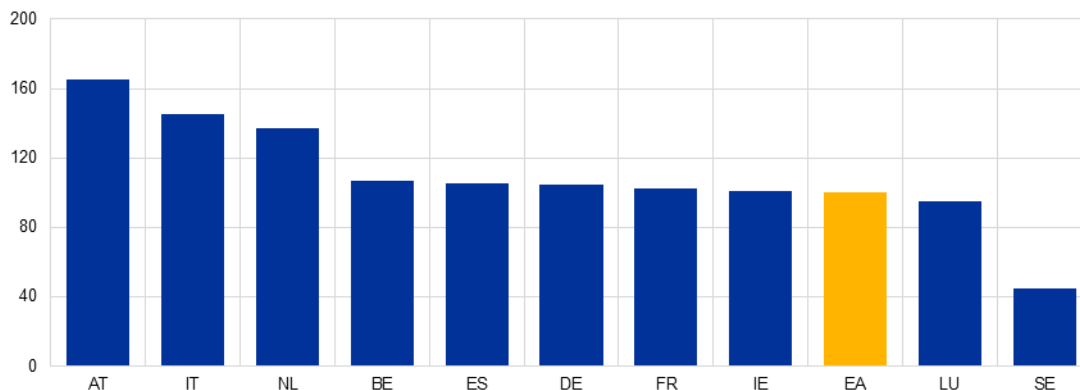
Grafik b: Der Anteil des jeweiligen Hemmnisses wird anhand der durchschnittlichen Anzahl der Sätze in Earnings Calls erfasst, die mindestens einen Begriff im Zusammenhang mit dem betreffenden Hemmnis sowie einen Begriff zum Thema Investitionen enthalten. Die Daten beziehen sich auf 17 EU-Länder (Belgien, Dänemark, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Finnland und Schweden) und decken den Zeitraum vom 1. Januar 2015 bis zum 31. Dezember 2025 ab.

Darüber hinaus vermitteln die Daten aus Earnings Calls für die einzelnen Länder ein heterogenes Bild. Mithilfe eines zusammengesetzten Indikators, der die sieben genannten Hemmnisse für klimafreundliche Investitionen aggregiert, wurde festgestellt, dass Unternehmen in Schweden und Luxemburg die Hemmnisse für klimafreundliche Investitionen im Jahr 2025 geringer einstufen als im Euroraum insgesamt. Dies deutet darauf hin, dass in diesen Ländern günstigere Bedingungen für derartige Investitionen vorherrschen (siehe Abbildung C). Österreichische und italienische Unternehmen erkannten dagegen weitaus häufiger Hemmnisse für klimafreundliche Investitionen, als dies beim Euroraum-Aggregat der Fall war.

## Abbildung C

### Heterogenität der in den einzelnen Ländern wahrgenommenen Hemmnisse für klimafreundliche Investitionen

(durchschnittliche Anzahl der Sätze in Earnings Calls, in denen mindestens ein Schlüsselwort vorkommt; Index: Euroraum-Durchschnitt = 100)



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die wahrgenommenen Hemmnisse für klimafreundliche Investitionen werden anhand der durchschnittlichen Anzahl der Sätze in Earnings Calls erfasst, die mindestens einen Begriff im Zusammenhang mit einem der genannten Hemmnisse sowie einen Begriff zum Thema klimafreundliche Investitionen enthalten. Nicht im Euroraum-Aggregat enthalten sind Bulgarien, Kroatien, Lettland und die Slowakei, da für diese Länder keine Daten vorliegen. Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum vom 1. Januar 2015 bis zum 31. Dezember 2025.

## 3 Wie lässt sich der ökologische Wandel durch strukturpolitische Maßnahmen beschleunigen?

**Ohne Eingriffe der Politik sind die bestehenden Hemmnisse für den ökologischen Wandel in ihrer Gesamtheit unüberwindbar.** Die von den Staaten umgesetzten politischen Maßnahmen haben in Europa zu einer erfolgreichen Minderung der Emissionen geführt. Allerdings sind Einzelmaßnahmen für sich genommen nicht ausreichend, um das Netto-Null-Ziel fristgerecht und effektiv zu erreichen. Die politischen Maßnahmen, die zur Überwindung einzelner Hemmnisse ergriffen werden, können sich ebenso gegenseitig beeinflussen und verstärken, wie dies auch bei den Hemmnissen selbst der Fall ist.

**Eine breit angelegte CO<sub>2</sub>-Bepreisung ist unabdingbar, damit Unternehmen und private Haushalte die durch die Anwendung CO<sub>2</sub>-intensiver Technologien verursachten Umweltschäden internalisieren.** Innerhalb der EU erfolgt diese Bepreisung vor allem über das Emissionshandelssystem. In den vom System erfassten Sektoren konnten die Emissionen bis 2023 im Vergleich zu 2005 um nahezu die Hälfte reduziert werden. In den kommenden Jahren werden weitere Sektoren in das System aufgenommen.

**Politische Maßnahmen zur Förderung ökologisch orientierter Forschung und Entwicklung können sich positiv auf die Wirtschaft auswirken, da sie den Aufbau wettbewerbsfähiger neuer Technologien begünstigen.** Untersuchungen der EZB zeigen, dass emissionsintensive Unternehmen, die von umweltpolitischen Maßnahmen zur Förderung klimafreundlicher Innovationen betroffen sind, vermehrt

Patente für klimafreundliche Lösungen anmelden (Benatti et al., 2025). Zugleich bleibt die Anmeldung von Patenten anderer Kategorien unverändert, was den Schluss zulässt, dass die Förderung grüner Innovationen nicht zu einer Verdrängung anderer Innovationen führt. So stellten Dechezleprêtre et al. (2013) fest, dass Patente für klimafreundliche Technologien durchschnittlich 43 % häufiger in anderen Patenten zitiert wurden als Patente für „schmutzige“ Technologien. Dies deutet auf breitere technische Anwendungsmöglichkeiten hin und lässt den Schluss zu, dass die Subventionierung klimafreundlicher Technologien wirtschaftliche Vorteile bietet.

**Damit die gesamtwirtschaftliche Einführung klimafreundlicher Technologien beschleunigt werden kann, müssen Maßnahmen zur Senkung der Kosten umgesetzt werden, die den Unternehmen und den privaten Haushalten aus der Umstellung auf neue Technologien entstehen. Dies gilt vor allem, wenn sich die Kosten aus der Regulierung ergeben.**

Um das Wachstum klimafreundlicher Technologien anzukurbeln, sind umfassende Reformen erforderlich. Dazu zählen die Vereinfachung und Beschleunigung von Genehmigungsverfahren, einschließlich der Straffung von Umweltverträglichkeitsprüfungen und der Digitalisierung von Antragsverfahren, wie im [Aktionsplan für erschwingliche Energie](#) der EU empfohlen. In Deutschland beispielsweise erhöhte sich durch die jüngst reformierten Genehmigungsverfahren die Kapazität der genehmigten Onshore-Windkraftanlagen von 8 Gigawatt im Jahr 2023 auf fast 15 Gigawatt im Jahr 2024. Investitionen zur Beseitigung des aktuellen Engpasses bei Netzanschlüssen würden den Ausbau der erneuerbaren Energien weiter beschleunigen.

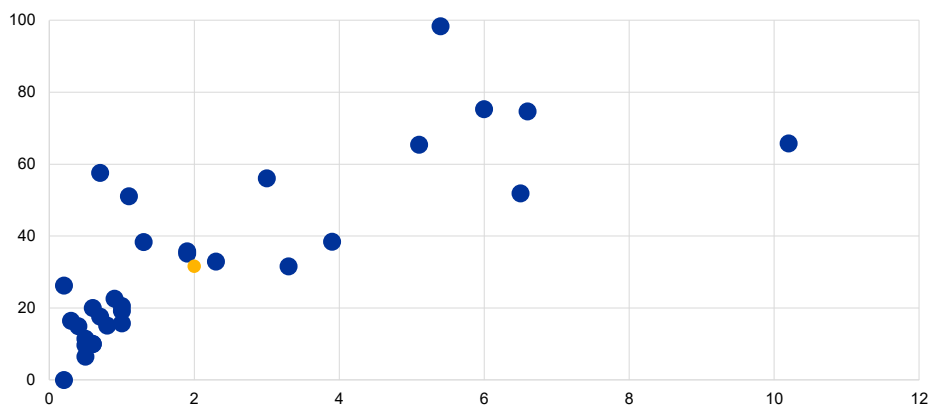
**Mit Großinvestitionen in eine dichte Ladeinfrastruktur ließen sich Koordinationshemmnisse überwinden und die Verbraucherinnen und Verbraucher zum Umstieg auf Elektrofahrzeuge bewegen.**

Wenn viele Kunden dieselbe Technologie nutzen, ergeben sich daraus weitreichende Netzwerkeffekte und damit niedrigere Kosten für alle. Ohne eine ausreichende Nutzung bliebe eine dichte Ladeinfrastruktur vermutlich unrentabel, was den Anreiz für private Investitionen verringern würde. Zugleich beschränkt der Mangel an verfügbaren Ladestationen die Verbreitung von Elektrofahrzeugen. In Norwegen war die staatliche Förderung des Aufbaus der Ladeinfrastruktur ein wichtiger Bestandteil des Programms zur Umstellung auf Elektromobilität. In ganz Europa besteht eine enge Korrelation zwischen der Dichte der öffentlichen Ladeinfrastruktur und dem Anteil neu zugelassener Elektrofahrzeuge (siehe Abbildung 7). Staatliche Kaufprämien können ebenfalls dazu beitragen, eine kritische Masse aufzubauen. Auch kann dadurch ausreichend Nachfrage generiert werden, die es den Automobilherstellern ermöglicht, ihre Produktionsprozesse umzustellen. Untersuchungen zeigen zudem, dass Peer-Effekte zum Tragen kommen und der Kontakt zu Früheinsteigern die Akzeptanz fördert (siehe z. B. Bollinger et al., 2022). So können sich individuelle Bedenken hinsichtlich der Reichweite verringern, wenn es im Bekanntenkreis Personen mit Elektrofahrzeugen gibt, die mit ihrem Fahrzeug häufig problemlos längere Strecken zurücklegen.

### Abbildung 7

Dichte der öffentlichen Ladeinfrastruktur 2024 im Vergleich zu Neuzulassungen von Elektrofahrzeugen im November 2025 nach Ländern

(x-Achse: Dichte, Zahl je 1 000 Einwohner; y-Achse: Anteil an Pkw-Neuzulassungen in %)



Quelle: European Automobile Manufacturers' Association.

Anmerkung: Die Dichte der öffentlichen Ladeinfrastruktur im Jahr 2024 ist auf der x-Achse abgetragen. Der Anteil von batteriebetriebenen Fahrzeugen und Plug-in-Hybridfahrzeugen an den Pkw-Neuzulassungen im November 2025 ist auf der y-Achse dargestellt. Die Daten beziehen sich auf die 27 EU-Mitgliedstaaten sowie Island, Norwegen, die Schweiz und das Vereinigte Königreich. Der gelbe Punkt markiert den EU-Durchschnitt.

**Um den möglichen Einfluss strukturpolitischer Maßnahmen auf die Geschwindigkeit und die Kosten des ökologischen Wandels zu veranschaulichen, wird in diesem Abschnitt eine vereinfachte Version eines Modells für zielgerichtete technische Veränderungen herangezogen.** Das Modell ist Teil der laufenden Vorarbeiten der EZB (Kim Taveras et al., 2026) zur Vertiefung des Verständnisses über die Auswirkungen strukturpolitischer Maßnahmen und den ökologischen Wandel. In Anlehnung an Acemoglu et al. (2012) ermöglicht das Modell Unternehmen die Wahl zwischen „schmutzigen“ und „sauberen“ Technologien. Dabei reagiert die Auswahl des Sektors, in dem Innovationen geplant sind, endogen auf die erwartete Rentabilität. Für Unternehmen entstehen aus der Umstellung der Technologie jedoch Fixkosten. Diese schränken die Einführung neuer Technologien ein, was zu Trägheit führt und Unternehmen an ihre derzeitige Technologie bindet. Mithilfe dieser Umstellungskosten lassen sich die im vorherigen Abschnitt dokumentierten strukturellen Hemmnisse vereinfacht darstellen. Die beschriebenen Friktionen erhöhen jeweils die Kosten, verzögern das Erreichen der Rentabilitätsschwelle oder steigern die mit der Umstellung auf umweltfreundlichere Innovationen und Produktionsprozesse verbundene Unsicherheit.

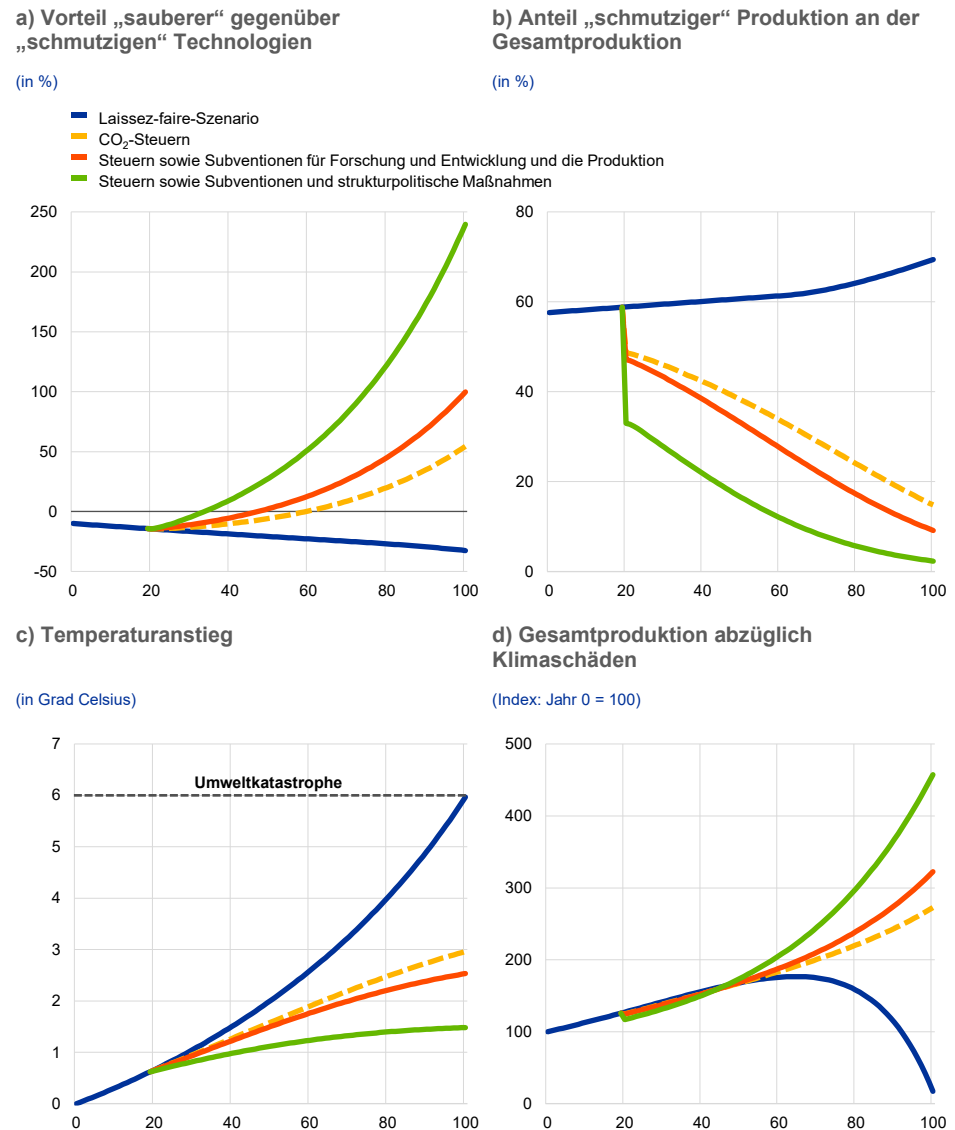
**Das Modell berücksichtigt zudem die recht schleppende Reallokation von Forschungsaktivitäten und erfasst Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten Qualifikationen sowie Engpässe in den ersten Innovationsphasen klimafreundlicher Technologien.** Zusammen führen diese Friktionen zu einer Pfadabhängigkeit. Ist eine Volkswirtschaft bereits auf umweltschädliche Technologien festgelegt, verlangsamen die hohen Fixkosten einer Umstellung, unzureichende Ressourcen für Forschung und Entwicklung und schwache Marktanreize Innovationen und die Verbreitung klimafreundlicher Technologien. Mit der fortgesetzten Produktion „schmutziger“ Güter nehmen die

Klimaschäden zu. Infolgedessen setzt sich die Erderwärmung fort, bis es unausweichlich zu Umweltkatastrophen kommt und die Produktion zusammenbricht. Wir definieren diese Umweltkatastrophe daher als den Punkt, ab dem die Umweltqualität einen kritischen Schwellenwert unterschreitet. Daraus ergeben sich Klimakipppunkte und ein vollständiger Verlust der Wirtschaftstätigkeit. In Anlehnung an Acemoglu et al. (2012) definieren wir diese Schwelle als Erderwärmung von 6 Grad Celsius. Das Modell repräsentiert die Weltwirtschaft, und wir abstrahieren von den relevanten, jedoch komplexen Fragestellungen rund um die Koordination der weltweiten Politik.

**Ausgehend von diesem Grundgerüst simulieren wir vier Szenarien, in denen schrittweise politische Maßnahmen ergriffen werden, um Fehlanreize des privaten Sektors zu korrigieren und strukturelle Hemmnisse für den ökologischen Wandel zu beseitigen.** Abbildung 8 zeigt für die einzelnen Szenarien die Entwicklung der simulierten Wirtschaft über einen Zeitraum von 100 Jahren. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Vorteilen „sauberer“ gegenüber „schmutzigen“ Technologien (siehe Grafik a), dem Anteil der „schmutzigen“ Produktion an der Gesamtproduktion (siehe Grafik b), dem Temperaturanstieg (siehe Grafik c) und der Gesamtproduktion abzüglich Klimaschäden (siehe Grafik d). Das erste Szenario simuliert ein Laissez-faire-Referenzmodell ohne politische Interventionen. Die nachfolgenden Szenarien fügen sukzessive weitere Ebenen mit Maßnahmen hinzu. Zur besseren Visualisierung werden diese im Jahr 20 der Betrachtung eingeführt. Im zweiten Szenario kommt eine CO<sub>2</sub>-Steuer hinzu, die nicht eingepreiste ökologische Externalitäten berücksichtigen soll. Wir kalibrieren dieses Szenario so, dass es dem Szenario der gegenwärtigen Politikmaßnahmen und Vorschriften („Current Policies Scenario“) im World Energy Outlook 2025 der Internationalen Energieagentur (IEA) entspricht, in dem ein globaler Temperaturanstieg bis zum Jahr 2100 von knapp 3 Grad Celsius über dem vorindustriellen Niveau angenommen wird. Im dritten Szenario sind darüber hinaus Subventionen für Forschung und Entwicklung sowie eine klimafreundliche Produktion berücksichtigt, um die Anreize noch stärker auf ökologische Innovationen auszurichten. Wir kalibrieren die politischen Interventionen so, dass sie dem Szenario der IEA mit einem breiteren Spektrum von Politikmaßnahmen („Stated Policies Scenario“) entsprechen. Dieses umfasst auch Vorhaben, die zwar formell vorgelegt, aber noch nicht verabschiedet wurden. Das Szenario sieht eine wesentlich stärkere Förderung klimafreundlicher Innovationen vor als das „Current Policies Scenario“ und spiegelt ein ambitionierteres politisches Handeln wider. In diesem Szenario beläuft sich die Erderwärmung bis zum Ende dieses Jahrhunderts auf 2,5 Grad Celsius. Im vierten Szenario kommen strukturpolitische Maßnahmen hinzu, die die Friktionen beim Technologiewechsel verringern sollen.

## Abbildung 8

Simulationsergebnisse der schrittweisen Umsetzung politischer Maßnahmen zur Beschleunigung des ökologischen Wandels



Quelle: Kim Taveras, Parker und Parraga Rodriguez (2026).

Anmerkung: Auf der x-Achse ist die Zeit in Jahren angegeben. Grafik a): Vergleich von Technologien, berechnet als Differenz der Technologieniveaus, normalisiert um den Anteil „schmutziger“ Technologien. Negative Werte markieren einen höheren Anteil „schmutziger“ Technologien. Grafik c): Temperaturanstieg gegenüber dem vorindustriellen Niveau.

**Zunächst untersuchen wir eine Volkswirtschaft in einem Laissez-faire-Szenario, um zu veranschaulichen, wie Pfadabhängigkeiten und private Anreize letztlich zu einer Umweltkatastrophe führen.** In einer Volkswirtschaft

ohne politische Interventionen führen die hohen Fixkosten des Technologiewechsels sowie geringe Anreize für Innovationen im Bereich klimafreundlicher Technologien dazu, dass Unternehmen an der „schmutzigen“ Produktion festhalten. Unternehmen internalisieren ihre ökologischen Kosten nicht, und in der Forschung wird der gesellschaftliche Nutzen klimafreundlicher Innovationen nicht berücksichtigt. So entsteht eine anhaltende Abhängigkeit von emissionsintensiven Technologien und einer umweltschädlichen Produktion bei zugleich steigenden Temperaturen. Dieses

Szenario führt letztlich zu einer Umweltkatastrophe und zu einem Zusammenbruch der Produktion.

**Die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Steuer verlangsamt die Umweltzerstörung, indem sie die relativen Kosten der „schmutzigen“ Produktion erhöht.** Für sich genommen reicht sie jedoch nicht aus, um die Hindernisse zu beseitigen, die den Wechsel erschweren, bzw. das zugrunde liegende Koordinationsversagen bei klimafreundlichen Innovationen zu überwinden. Die hohen Fixkosten des Technologiewechsels, die Ausdruck von Hemmnissen wie der komplexen Regulierung, den Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten Qualifikationen sowie dem fehlenden Zugang zu Finanzmitteln sind, behindern weiterhin die Reallokation von Ressourcen zugunsten klimafreundlicher Technologien. Laut Acemoglu et al. (2012) bewegt sich die Wirtschaft nach wie vor in Richtung einer Umweltkatastrophe, wenn auch deutlich langsamer als im Laissez-faire-Szenario.

**Zusätzliche Subventionen für Forschung und Entwicklung sowie für eine klimafreundliche Produktion können dabei helfen, Innovationen umzulenken, die relativen Kosten zu senken und Innovationen im Bereich klimafreundlicher Technologien zu fördern.** Beispiele hierfür sind Fördermittel für Forschung und Entwicklung sowie Kaufprämien für neue Elektrofahrzeuge. Für einen erfolgreichen ökologischen Wandel bedarf es jedoch noch weiterer Maßnahmen. So verläuft der Technologiewechsel aufgrund der hohen, durch anhaltende strukturelle Rigiditäten bedingten Fixkosten der Umstellung weiterhin schleppend. Die bisherigen klimafreundlichen Innovationen und Produktionsprozesse reichen insgesamt nicht aus, um den Emissionspfad und den damit verbundenen Temperaturanstieg wesentlich zu verändern.

**Im letzten Szenario kann der ökologische Wandel mithilfe eines umfassenden Maßnahmenpakets erfolgreich herbeiführt werden. Das Paket umfasst nicht nur CO<sub>2</sub>-Steuern und Subventionen, sondern auch strukturpolitische Maßnahmen, die auf die Hemmnisse für den Technologiewechsel abstellen.** Niedrigere Umstellungskosten erleichtern es Unternehmen, klimafreundliche Technologien flächendeckend einzuführen. Wie in Abbildung 8 dargestellt, beschleunigt dieses umfassende Maßnahmenpaket nach seiner Umsetzung den ökologischen Wandel und schränkt die umweltschädliche Produktion stark ein. Zwar reduzieren die kurzfristigen Umsetzungskosten anfangs geringfügig die Gesamtproduktion, doch ergeben sich auf lange Sicht erhebliche Vorteile. Strukturpolitische Maßnahmen dämpfen den Temperaturanstieg und lenken die Volkswirtschaft auf einen Kurs, der letztlich zur Klimaneutralität führt.

**Insgesamt verdeutlichen die Simulationen, dass strukturpolitische Maßnahmen unerlässlich sind, um den ökologischen Wandel im erforderlichen Umfang und Tempo zu ermöglichen.** Eine breit angelegte CO<sub>2</sub>-Bepreisung bleibt zwar ein Kernbestandteil, reicht aber allein nicht aus, um den vielfältigen Friktionen entgegenzuwirken, die klimafreundliche Innovationen und Investitionen behindern. Wenn die Kosten für umweltschädlich wirtschaftende Unternehmen steigen, stehen ihnen auch weniger Mittel für klimafreundliche Innovationen und die ökologische Transformation zur Verfügung. Allerdings ist bei der Interpretation der Ergebnisse

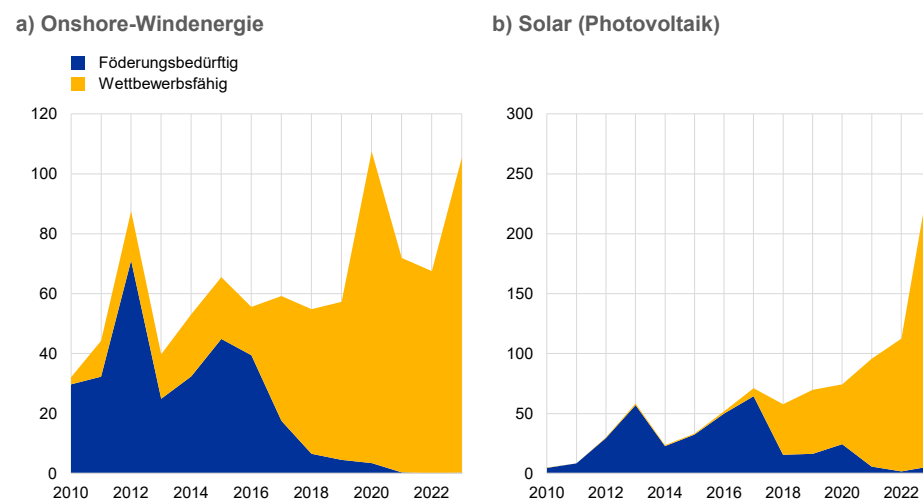
auch Vorsicht geboten. Zum Zweck einer besseren Handhabbarkeit werden die politischen Maßnahmen als dauerhafte Veränderungen simuliert, wohingegen in der Praxis der Zeitpunkt und die Reihenfolge ihrer Umsetzung abweichen können.

**Klimafreundliche Innovationen und Produktionsverfahren entwickeln sich sprunghaft weiter, sobald die Fixkosten der Umstellung sinken. Dies zeigt, dass gezielte Anschubmaßnahmen dazu beitragen können, anfängliche Hemmnisse zu beseitigen, Skaleneffekte zu realisieren und den Lernprozess zu beschleunigen.** Eine derartige Unterstützung muss nicht zwangsläufig dauerhaft angelegt sein. Mit zunehmender Reife der Technologien und der Ausrichtung privater Anreize am ökologischen Wandel kann die Entwicklung klimafreundlicher Technologien eine eigene Dynamik entwickeln. Sobald diese Situation eintritt, sollten die Fördermaßnahmen zurückgenommen werden, um Verzerrungen zu vermeiden. Dieser Ansatz deckt sich mit den Erfahrungen aus der Praxis. So war ein Großteil der weltweiten Stromerzeugung aus Photovoltaik und Onshore-Windenergie ursprünglich auf Subventionen angewiesen, kann inzwischen jedoch im Kostenwettbewerb mit fossilen Energieträgern bestehen (siehe Abbildung 9).

#### Abbildung 9

##### Weltweiter Zubau von Großanlagen zur erneuerbaren Stromerzeugung

(in Gigawatt)



Quelle: Internationale Agentur für Erneuerbare Energien (IRENA).

Anmerkung: Für das jeweilige Jahr werden die projektbezogenen Stromgestehungskosten für neu in Betrieb genommene Erneuerbare-Energien-Anlagen mit dem entsprechenden länder- oder regionalgewichteten Durchschnitt aus fossilen Energieträgern verglichen. Das Projekt wird als wettbewerbsfähig eingestuft, wenn die Stromgestehungskosten für erneuerbare Energien unter denen fossiler Brennstoffe liegen. Liegen die Kosten darüber, gilt das Projekt als förderungsbedürftig.

## 4 Schlussbemerkungen

**Der ökologische Wandel erfordert einen umfassenden Maßnahmenmix, der eine wirksame CO<sub>2</sub>-Bepreisung mit weitreichenden strukturpolitischen Maßnahmen verbindet.** Die vielfältige Forschungslandschaft und die Innovationskraft der EU bilden zwar ein tragfähiges Fundament, doch behindern anhaltende Hemmnisse in den Bereichen Finanzierung, Regulierung, Qualifikationen



und Infrastruktur einen hinreichend raschen Fortschritt des ökologischen Wandels. Werden diese Hindernisse nicht beseitigt, ist das Ziel der EU gefährdet, bis 2050 CO<sub>2</sub>-Neutralität zu erreichen.

**Eine breit angelegte, über das Emissionshandelssystem abgewinkelte CO<sub>2</sub>-Bepreisung ist und bleibt der zentrale politische Eckpfeiler zur Internalisierung der ökologischen Externalitäten des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes. Allerdings sind zusätzliche politische Maßnahmen erforderlich, um weitere Hemmnisse anzugehen.** Strukturpolitische Maßnahmen, die die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verbessern, die Reallokation von Ressourcen vereinfachen, Wettbewerb und Unternehmertum fördern und dabei die bestehende regulatorische Unsicherheit zumindest teilweise beseitigen, können die Entwicklung und Verbreitung klimafreundlicher Technologien beschleunigen. Regulatorische Beschränkungen werden als Hemmnis für klimafreundliche Investitionen häufiger genannt als für andere Investitionskategorien. Die Regulierung zu vereinfachen – insbesondere mit dem Ziel einer deutlichen Beschleunigung von Genehmigungsverfahren –, würde Unternehmen helfen, die für die Dekarbonisierung ihrer Produktionsprozesse erforderlichen Investitionen zu tätigen.

**Derartige Maßnahmen dürften auch der Wirtschaft insgesamt zugutekommen. So beeinträchtigen viele der strukturellen Engpässe, die den ökologischen Wandel behindern, auch die langfristige Produktivität, Wettbewerbsfähigkeit und Innovationskraft Europas.** Die genannten Reformen dürften daher in vielen Fällen auch Innovationen und die Einführung neuer Technologien in anderen Bereichen – wie die Digitalisierung – begünstigen. Maßnahmen dieser Art können das Wachstumspotenzial und die Produktivität langfristig steigern. Damit kann auch finanzieller Spielraum für öffentliche Investitionen in umweltfreundliche Sektoren oder zum Abfedern der gesellschaftlichen Kosten des Wandels geschaffen werden.

**Es steht außer Frage, dass die Regulierung in gewissem Umfang vereinfacht werden muss, um die Kosten zu senken. Allerdings kann sich die Rücknahme oder Verzögerung bereits beschlossener umweltpolitischer Maßnahmen, die zur Erreichung der EU-Klimaziele beitragen sollen, nachteilig auswirken.** Sowohl wissenschaftliche Untersuchungen als auch Aussagen von Unternehmen in Earnings Calls zeigen, dass die Unsicherheit hinsichtlich der klimapolitischen Regulierung ein erhebliches Hemmnis für ökologische Innovationen und Investitionen darstellt.

**Mit Blick auf die Zukunft sollten politische Maßnahmen zur Förderung des ökologischen Wandels nicht nur als umweltpolitische Notwendigkeit, sondern auch als wirtschaftspolitische Strategie begriffen werden.** Die Stärkung des Innovationsökosystems in der EU, die Skalierung klimafreundlicher Technologien und die Verringerung der regulatorischen Fragmentierung würden dazu beitragen, die Energieresilienz Europas zu sichern, die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie zu stärken und die Abhängigkeit der privaten Haushalte und der Unternehmen in Europa von den volatilen Märkten für fossile Brennstoffe zu verringern. Wenn die EU die genannten strukturellen Hemmnisse unverzüglich angeht, kann sie einen entschiedeneren Weg hin zu einem nachhaltigen und dynamischeren Wirtschaftsmodell einschlagen.

## Literaturverzeichnis

- Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. und Hemous, D. (2012), The Environment and Directed Technical Change, *American Economic Review*, Bd. 102, Nr. 1, S. 131-166.
- Aghion, P., Hepburn, C., Teytelboym, A. und Zenghelis, D. (2019), Path dependence, innovation and the economics of climate change, in Fouquet, R. (Hrsg.), *Handbook on Green Growth*, Edward Elgar Publishing, S. 67-83.
- Aguilar Garcia, P., Durero, F., Ferdinandusse, M., Kuik, F. und Priftis, R. (2025), [Die gesamtwirtschaftlichen Folgen klimapolitischer Maßnahmen im Euroraum](#), Kasten 2, in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember.
- Albanese, M., Busato, F. und Cisco, G. (2025), Green Transition, Skills Heterogeneity, and Inequality, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Bd. 25, Nr. 2, August.
- Andersson, M., Köhler-Ulbrich, P. und Nerlich, C. (2025), [Bedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU und ihre Finanzierung](#), EZB, Wirtschaftsbericht 1/2025.
- Arampatzi, A-S., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C. und van Overbeek, F. (2025), [Capital markets union: a deep dive](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 369, Mai.
- Banet, C. und Willems, B. (2023), [Scaling up Offshore Wind Energy in Europe](#), Centre on Regulation in Europe (CERRE), Oktober.
- Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. und Lopez-Garcia, P. (2024), [The impact of environmental regulation on clean innovation: are there crowding out effects?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2946 (im Erscheinen in *Energy Economics*).
- Basaglia, P., Berestycki, C., Carattini, S., Dechezleprêtre, A. und Kruse, T. (2025), [Climate Policy Uncertainty and Firms' and Investors' Behavior](#), CESifo Working Paper, Nr. 11782, CESifo Network, April.
- Black, S., Liu, A. A., Parry, I. und Vernon, N. (2023), [IMF Fossil Fuel Subsidies Data: 2023 Update](#), Working Paper des IWF, Nr. 23/169, Internationaler Währungsfonds, August.
- Bollinger, B., Gillingham, K., Kirkpatrick, A. J. und Sexton, S. (2022), Visibility and Peer Influence in Durable Good Adoption, *Marketing Science*, Bd. 41, Nr. 3, Februar, S. 453-476.
- De Haas, R. und Popov, A. (2023), Finance and Green Growth, *The Economic Journal*, Bd. 133, Nr. 650, Februar, S. 637-668.

Dechezleprêtre, A., Martin, R. und Mohnen, M. (2013), [Knowledge spillovers from clean and dirty technologies: a patent citation analysis](#), Centre for Climate Change Economics and Policy Working Paper, Nr. 151, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment Working Paper, Nr. 135, September.

Draghi, M. (2024), [Die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit](#), Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union.

Dugoua, E. und Moscona, J. (2025), Innovation, Technology and Climate Policy, in: Barrage, L. und Hsiang, S. (Hrsg.), Handbook of Climate Change Economics, Bd. 2, im Erscheinen.

Europäische Investitionsbank (2024), [EIB-Investitionsumfrage 2024: Überblick Europäische Union](#), Oktober.

Europäische Umweltagentur (2025), [Economic losses from weather- and climate-related extremes in Europe](#), 14. Oktober.

EZB (2025), [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2025](#), Juli.

Filip, M-D., Momferatou, D. und Parraga Rodriguez, S. (2025), [Ein wettbewerbsfähiges Europa – die Rolle der Institutionen und Argumente für Strukturreformen](#), EZB, Wirtschaftsbericht 1/2025.

Internationale Agentur für Erneuerbare Energien (2025), [Renewable Power Generation Costs in 2024](#), Abu Dhabi.

Internationale Energieagentur (2024), [Energy Technology Perspectives 2024](#), Oktober.

Internationale Energieagentur (2025), [World Energy Outlook 2025](#), November.

Kim Taveras, I., Parker, M. und Parraga Rodriguez, S. (2026), Structural factors, innovation and the green transition, mimeo, EZB.

Köhler-Ulbrich, P., Schuster, Y. und Tushteva, N. (2025), [Climate performance matters for bank credit in the euro area](#), Der EZB-Blog, 10. November.

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, Juli.

Lagarde, C. (2025), [Europe's road to renewables](#), Rede auf der Klimakonferenz der Norges Bank in Oslo, Norwegen, 21. Oktober.

LinkedIn (2025), [Hiring for green talent continues to grow at twice the pace of skills in the workforce](#).

Marotta, F., Pagliari, M. S. und de Winter, J. (2025), [Commitment vs Credibility: Macroeconomic Effects of Climate Policy Uncertainty](#), DNB Working Paper, Nr. 840, De Nederlandsche Bank, September.

McKinsey (2023), [What would it take to scale critical climate technologies?](#), McKinsey Sustainability Report, Dezember.

McKinsey (2024), [A radical approach to cost reduction at climate tech companies](#), McKinsey Sustainability Article, Juni.

Nerlich, C. et al. (2025), [Investing in Europe's green future – Green investment needs, outlook and obstacles to funding the gap](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 367.

Noailly, J. und Smeets, R. (2021), Financing Energy Innovation: Internal Finance and the Direction of Technical Change, Environmental and Resource Economics, Bd. 83, Nr. 1, September, S. 145-169.

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (2024), [OECD Employment Outlook 2024: The Net-Zero Transition and the Labour Market](#), OECD Publishing, Paris.

Piotrowski, M. und Gislén, M. (2024), [How permitting processes are hampering Europe's energy transition](#), Weltwirtschaftsforum, 17. September.

Quentin, J. (2025), [Status des Windenergieausbaus an Land in Deutschland – 1. Halbjahr 2025](#), Fachagentur Wind und Solar e.V., Juli.

Weltorganisation für Meteorologie (2025), [State of the Global Climate 2024](#), WMO Report, Nr. 1368.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

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

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

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

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

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

Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

## Angaben zum Euroraum

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup>						VPI					
	(Veränderung gegen Vorperiode in %)						(Veränderung gegen Vorjahr in %)					
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
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	
2025	.	.	.	.	.	.	.	3,4	.	.	2,1	
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	0,2	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0	
Q3	.	1,1	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1	
Q4	.	.	.	.	.	0,3	.	3,4	.	.	2,1	
2025 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.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,2	2,9	0,7	2,1	
Dez.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	.	.	2,0	
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	1,7	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
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	14 663,8	14 137,9	7 750,4	3 097,3	3 215,1	1 642,0	929,2	637,6	75,0	-525,9	7 378,5	6 852,5
2024	15 231,4	14 563,9	8 029,7	3 259,9	3 210,1	1 648,4	923,0	632,4	64,2	-667,5	7 489,3	6 821,8
2024 Q4	3 866,2	3 705,1	2 032,0	830,6	815,6	416,4	232,3	165,3	26,9	-161,1	1 885,7	1 724,5
2025 Q1	3 905,7	3 747,3	2 055,0	835,9	837,0	421,4	232,0	182,0	19,4	-158,4	1 931,3	1 772,9
Q2	3 936,6	3 776,9	2 066,6	845,7	829,2	423,5	234,2	169,9	35,4	-159,7	1 911,8	1 752,1
Q3	3 969,6	3 815,3	2 080,4	857,1	841,3	426,9	237,4	175,3	36,5	-154,3	1 926,1	1 771,8
In % des BIP												
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q1	0,6	0,5	0,2	0,0	2,6	0,5	0,0	11,4	-	-	2,3	2,3
Q2	0,1	0,3	0,3	0,4	-1,7	0,0	0,6	-8,5	-	-	-0,4	0,0
Q3	0,3	0,5	0,1	0,7	1,0	0,1	1,1	3,1	-	-	0,8	1,4
Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
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	2,3	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,5	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2025 Q1	1,6	2,3	1,5	2,1	2,4	0,4	-0,4	11,3	-	-	2,5	4,0
Q2	1,5	2,6	1,6	1,5	3,2	1,1	-0,7	15,8	-	-	0,6	2,8
Q3	1,4	1,8	1,1	1,7	2,6	1,6	2,6	5,3	-	-	2,8	3,8
Q4	1,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
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	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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	-	-
2025 Q1	1,6	2,2	0,8	0,5	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
Q2	1,5	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	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,3	-	-
Q4	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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 (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
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	13 266,0	224,3	2 616,0	710,9	2 463,1	697,3	600,3	1 472,4	1 614,6	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	2 594,9	431,9	1 516,2
2024 Q4	3 480,2	59,6	661,3	183,8	644,2	187,2	159,3	386,0	428,4	661,2	109,2	386,0
2025 Q1	3 508,9	60,3	665,5	186,9	648,4	188,9	161,1	387,7	431,1	668,4	110,5	396,8
Q2	3 541,7	62,0	666,4	189,6	654,7	191,1	161,2	390,7	436,2	677,4	112,3	394,9
Q3	3 567,6	62,6	665,9	190,7	658,2	193,6	164,9	392,9	441,6	684,1	113,1	401,9
In % der Wertschöpfung												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2024 Q4	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,1	0,6	-1,0	1,6
2025 Q1	0,6	1,3	1,9	0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2
Q2	0,2	-0,8	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,3	0,0
Q3	0,3	0,5	-0,1	0,0	0,4	1,0	0,8	0,2	0,5	0,3	0,2	-0,2
Veränderung gegen Vorjahr in %												
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	-2,7	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
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	2,0	5,0
2025 Q1	1,5	1,0	3,0	-0,4	0,9	3,4	0,2	0,9	1,2	1,7	1,3	2,6
Q2	1,4	1,1	2,9	0,2	1,1	3,6	-0,3	0,8	0,7	1,3	1,1	2,8
Q3	1,4	1,7	2,3	0,8	1,3	3,2	0,7	0,8	1,0	1,3	-0,2	1,1
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
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	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	-2,3	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	-1,4	-0,2	0,8	0,6	1,0	1,5	3,0	0,7	1,4	1,0
Q2	0,7	0,7	0,9	-1,9	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,3	3,4	1,0	1,1	0,3
Q3	0,6	0,7	0,5	-1,6	-0,2	1,4	0,5	-0,1	1,3	2,7	0,9	1,0	0,8
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	0,4	1,2	1,7
Q2	0,3	0,4	-0,1	-2,6	-0,8	1,3	0,3	0,2	1,0	2,5	0,6	0,7	1,2
Q3	0,8	0,8	0,5	-2,3	0,0	1,5	0,7	-0,4	1,2	3,8	1,1	1,1	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	-1,0	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,6
Q2	-0,4	-0,2	-1,0	-0,7	-0,6	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
Q3	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,1	0,2	-0,3	-0,1	1,0	0,3	0,1	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 <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In % der Stellen insge- samt
	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 Juli	-	-	11,092	6,3	-	8,777	5,5	2,315	14,5	5,709	6,1	5,383	6,5	-
Aug.	-	-	11,083	6,3	-	8,761	5,5	2,322	14,6	5,709	6,1	5,374	6,5	-
Sept.	-	-	11,100	6,3	-	8,751	5,5	2,348	14,7	5,723	6,1	5,377	6,5	-
Okt.	-	-	11,044	6,3	-	8,705	5,4	2,339	14,7	5,712	6,1	5,333	6,5	-
Nov.	-	-	10,957	6,2	-	8,674	5,4	2,283	14,4	5,698	6,1	5,258	6,4	-
Dez.	-	-	10,892	6,2	-	8,622	5,4	2,271	14,3	5,673	6,1	5,219	6,3	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Zeitreihen ohne Strukturbrüche wurden für den Euroraum und die EU erstmals im Februar 2022 – nach Umsetzung der Verordnung über die Integrierte europäische Sozialstatistik im Jahr 2021 – veröffentlicht. Zu den Korrekturen der Zeitreihenbrüche siehe im Einzelnen: Eurostat (2024), EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained (Stand: 13. Sept. 2024).

2) Nicht saisonbereinigt.

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

Anmerkung: Monatsangaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

### 2.5 Konjunkturstatistiken

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

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 1 bis 12 einschließlich Bulgarien.

## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

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

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

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

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

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

3) Die Gewinnquote ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.

4) Umfasst Verbindlichkeiten in Form von konsolidierten Krediten und Schuldverschreibungen.

## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögens- änderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundär- einkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 Q4	1 482,6	1 409,0	73,7	703,3	624,6	383,2	336,0	346,9	347,1	49,2	101,3	35,7	23,8
2025 Q1	1 551,1	1 475,8	75,3	753,5	642,8	391,6	361,1	357,8	381,5	48,3	90,3	32,0	26,6
Q2	1 503,5	1 419,8	83,7	716,9	630,0	387,5	349,0	349,8	344,7	49,1	96,1	18,6	17,3
Q3	1 467,6	1 421,8	45,8	721,4	626,5	382,1	355,9	316,9	342,5	47,2	96,9	23,5	20,5
2025 Juni	500,5	469,9	30,6	237,4	214,3	130,6	116,0	115,8	107,4	16,7	32,3	6,9	6,6
Juli	489,2	471,9	17,3	239,6	209,8	126,6	118,5	107,6	111,4	15,4	32,2	8,8	5,4
Aug.	486,6	474,1	12,5	238,6	207,7	128,0	119,0	104,5	115,2	15,6	32,2	5,5	6,3
Sept.	491,8	475,7	16,1	243,2	209,1	127,6	118,3	104,8	115,8	16,3	32,5	9,2	8,8
Okt.	495,0	468,2	26,7	235,1	202,5	128,1	114,9	116,1	119,0	15,7	31,9	7,6	4,7
Nov.	493,4	484,9	8,6	234,6	210,9	128,3	116,6	113,1	124,7	17,4	32,7	9,2	4,7
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2025 Nov.	6 006,1	5 739,2	266,9	2 896,4	2 521,9	1 548,1	1 410,8	1 368,1	1 424,0	193,6	382,6	111,5	87,4
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2025 Nov.	38,3	36,6	1,7	18,5	16,1	9,9	9,0	8,7	9,1	1,2	2,4	0,7	0,6

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Insgesamt				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2024 Q4	1,3	2,5	716,4	336,2	139,9	226,7	595,0	687,4	382,2	113,9	172,8	496,6	71,0
2025 Q1	8,0	7,9	768,8	377,4	145,5	230,8	640,5	708,7	400,0	115,2	178,1	508,5	67,7
Q2	0,0	1,8	724,9	338,4	139,3	229,5	604,2	692,2	383,1	117,7	176,4	506,2	59,4
Q3	1,5	1,9	724,4	339,2	145,6	223,5	601,2	689,7	377,2	119,4	175,8	509,1	63,0
2025 Juni	0,7	7,0	237,7	108,7	46,5	76,1	197,2	234,8	128,4	40,4	60,3	173,0	19,1
Juli	0,6	2,9	239,0	109,8	49,5	75,2	197,9	232,0	127,6	39,9	59,4	170,6	21,7
Aug.	-4,4	-3,4	237,2	109,0	47,8	74,1	196,0	227,2	124,1	39,3	57,7	167,5	20,4
Sept.	7,8	6,0	248,2	120,4	48,3	74,2	207,3	230,5	125,6	40,2	58,7	170,9	20,8
Okt.	0,8	-3,5	236,3	109,3	47,2	74,3	194,9	222,6	120,1	39,7	55,2	166,8	18,1
Nov.	-3,4	-1,3	238,8	.	.	.	195,3	228,1	.	.	.	166,2	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2024 Q4	-2,3	1,7	93,9	87,4	90,7	108,0	94,3	100,4	95,7	98,5	110,1	100,5	135,1
2025 Q1	0,8	2,2	98,1	93,6	94,4	108,2	98,7	100,8	96,3	98,3	110,8	101,1	129,2
Q2	-2,6	1,2	94,2	87,3	90,5	108,9	94,3	100,9	95,4	101,7	111,3	101,5	134,8
Q3	0,5	3,1	95,2	88,6	94,7	106,6	95,2	101,7	96,0	103,9	111,1	102,9	137,4
2025 Mai	-0,5	0,0	95,7	89,6	91,7	109,3	96,0	100,0	94,8	99,4	110,2	100,0	135,9
Juni	-1,2	6,5	93,3	85,0	90,6	109,6	93,1	103,1	96,6	105,1	115,2	104,1	134,2
Juli	0,1	3,8	94,8	86,3	96,3	107,9	94,9	101,9	96,4	103,8	111,3	103,0	136,4
Aug.	-5,5	-1,3	93,8	86,0	94,5	106,2	93,5	101,3	95,8	103,8	110,1	102,6	136,5
Sept.	6,3	6,4	96,8	93,3	93,2	105,9	97,3	101,9	95,8	104,2	112,0	103,2	139,2
Okt.	-0,2	-2,8	92,8	84,9	90,9	106,2	92,4	98,4	91,9	103,7	105,4	100,3	128,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Administrierte Preise	
	Index: 2015 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrielerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	54,9	45,1	100,0	14,2	5,3	25,5	9,9	45,1	86,8	11,1
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,4	5,5
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,2	2,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,1	2,0
2025 Q1	98,9	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,9	2,2	2,2
Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,0	0,1	-4,1	0,9	1,9	1,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,7	1,0	0,3	0,3	0,7	2,0	2,0
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,0
2025 Aug.	100,4	2,0	2,3	1,1	3,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,7	0,3	2,0	1,9
Sept.	100,5	2,2	2,4	1,4	3,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,3	2,2	2,1
Okt.	100,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	2,1	2,0
Nov.	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,3	2,1	2,1
Dez.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,6	-0,1	-0,9	0,3	1,9	1,8
2026 Jan. <sup>3)</sup>	100,1	1,7	2,2	.	3,2	0,2	0,1	0,8	0,1	0,7	0,1	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrielerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeit, inklusive Reparaturen und Körperpflege	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrielerzeugnisse ohne Energie	Energie	Insgesamt	Wohnungsmieten				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2024)	19,5	14,2	5,3	35,5	25,5	9,9	9,6	5,6	7,5	2,4	16,3	9,4
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 Q1	2,6	2,7	2,5	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,7	4,2	4,1
Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,6	3,7
2025 Aug.	3,2	2,7	4,4	0,0	0,7	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,3	3,1	3,8
Sept.	3,0	2,7	3,9	0,5	0,7	-0,4	3,2	2,9	3,3	0,3	3,4	3,7
Okt.	2,5	2,4	2,7	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	1,0	3,4	3,7
Nov.	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7
Dez.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,5	3,6
2026 Jan. <sup>3)</sup>	2,7	2,1	4,2	.	0,4	-4,1	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2016).

3) Schnellschätzung.

### 3 Preise und Kosten

#### 3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

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

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baupreisindex für neue Wohngebäude.

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

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

#### 3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (Brent- Kassakurs, USD)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>1)</sup>		Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sam- men	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Gewichte in %										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	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
2025	.	.	.	.	.	.	.	.	69,9	2,5	4,3	0,5	1,6	2,6	0,2
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	-0,6	69,9	-0,7	-0,2	-1,1	-1,8	-1,8	-1,9
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	64,3	-5,9	-10,0	-1,3	-7,1	-10,6	-2,6
2025 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	-3,9	-5,3	-2,0
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-5,0	-8,8	-0,7	-6,4	-9,7	-2,1
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-10,4	-16,9	-2,5	-10,8	-15,9	-3,7
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	.	.	.	.	.	.

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)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe	
	1	2	3	4	5
1999-2021	33,8	25,7	11,4	21,4	33,9
2022	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2023	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2024	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 Q1	10,4	17,0	15,4	4,8	50,0
Q2	8,3	16,3	13,6	3,4	49,2
Q3	7,8	16,8	13,3	3,0	48,0
Q4	9,5	17,4	13,5	7,8	48,4
2025 Aug.	6,9	16,7	14,4	1,1	47,3
Sept.	7,4	16,9	12,2	4,6	47,6
Okt.	7,8	16,1	12,3	6,7	48,0
Nov.	9,9	18,3	13,7	7,9	48,0
Dez.	10,8	17,8	14,5	8,8	49,1
2026 Jan.	10,0	16,4	14,1	8,7	46,9

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

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,6	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	2,9
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									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
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	6,3	8,4	4,6	7,6	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	115,5	3,5	2,1	4,6	5,7	4,3	3,0	1,7	1,5	3,7	3,7	2,7
2025 Q1	116,2	3,0	2,0	0,0	5,1	3,9	1,6	4,4	4,2	3,8	4,1	3,2
Q2	117,3	3,1	1,7	0,4	5,6	3,3	0,6	6,0	5,8	4,6	4,0	4,0
Q3	118,4	3,3	1,7	1,4	4,4	3,1	1,0	4,5	6,0	3,7	4,0	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	4,6	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	3,8	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8
2024 Q4	121,6	4,1	4,9	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	3,0	2,1	4,3	4,3	3,5
Q2	124,1	4,0	4,9	3,6	4,7	3,5	3,7	4,3	3,1	4,3	4,2	4,8
Q3	125,3	4,0	5,1	3,9	3,7	3,8	4,4	3,8	4,1	3,8	4,3	4,7
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
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	2,7	-0,7	-1,6	-0,1	1,3	0,4	1,2	0,8	0,4	1,7
2025 Q1	105,7	0,9	2,4	3,1	-1,1	0,3	2,3	-1,3	-2,0	0,5	0,3	0,3
Q2	105,7	0,8	3,1	3,2	-0,9	0,2	3,1	-1,6	-2,5	-0,3	0,2	0,8
Q3	105,8	0,7	3,3	2,5	-0,7	0,7	3,3	-0,6	-1,8	0,1	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	4,0	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,1	4,2	3,8	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,8	4,0	4,4	4,5
2024 Q4	114,2	3,7	3,8	4,0	3,9	3,8	4,0	2,8	2,7	3,7	3,5	4,0
2025 Q1	115,8	4,2	4,8	3,8	4,2	4,3	3,8	3,6	2,6	4,6	4,5	2,9
Q2	116,9	4,2	4,7	4,1	4,1	3,7	4,0	4,7	4,1	4,7	4,6	4,2
Q3	117,8	3,8	6,1	3,6	3,5	3,3	4,9	4,1	4,2	3,7	4,2	4,1
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	-2,8	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,1	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5
2024 Q4	98,7	0,3	2,0	-0,5	-1,7	-0,1	1,0	1,3	-0,3	0,2	-0,1	0,8
2025 Q1	99,5	1,2	3,4	3,8	-0,9	0,8	2,3	-0,8	-1,5	0,8	0,4	-0,4
Q2	99,5	1,2	3,8	3,8	-1,1	0,7	3,4	-1,3	-1,7	0,1	0,6	-0,1
Q3	99,4	0,6	4,1	2,3	-0,7	0,5	3,6	-0,6	-2,8	-0,2	0,2	-1,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,25	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	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,25	0,47
2025 Aug.	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34	0,48
Sept.	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30	0,48
Okt.	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20	0,48
Nov.	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97	0,48
Dez.	1,93	1,91	2,05	2,14	2,27	3,80	0,54
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

### 4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Japan	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 Aug.	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72
Sept.	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63
Okt.	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Nov.	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64
Dez.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Jan.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

### 4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamt-index	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024	502,8	4 870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1 069,3	378,7	301,6	792,1	5 430,7	38 395,3
2025	565,6	5 396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1 153,7	1 104,9	444,9	356,1	855,9	6 216,9	41 794,2
2025 Aug.	571,9	5 373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1 188,0	1 048,5	452,3	357,4	835,5	6 408,9	42 299,9
Sept.	572,8	5 408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1 198,6	1 083,0	445,8	350,4	840,5	6 584,0	44 218,5
Okt.	594,4	5 641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1 246,9	1 194,5	478,4	354,1	905,0	6 735,7	48 521,1
Nov.	593,5	5 634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1 210,9	1 153,6	499,4	340,0	913,0	6 740,9	50 111,1
Dez.	604,4	5 730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1 214,5	1 167,1	498,3	337,6	902,9	6 853,0	50 162,4
2026 Jan.	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3

Quelle: LSEG.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup>

(in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

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

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

### 4.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup>

(in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finan- zierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 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	3,46
Sept.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
Okt.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
Dez.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,57	3,59	3,57

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insge- samt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)		Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften	Ins- gesamt			Darunter: Zentral- staaten	Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)		Nicht- finanzielle Kapital- gesell- schaften	Ins- gesamt	Darunter: Zentral- staaten
			Ins- gesamt	FMKGs						Ins- gesamt	FMKGs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2023	1 574,6	623,3	163,9	104,9	85,7	701,8	659,1	537,2	242,1	117,5	91,3	49,1	128,5	104,6
2024	1 601,2	582,4	206,7	121,9	70,3	741,9	674,7	522,8	207,9	137,8	107,7	39,8	137,3	110,2
2025	1 591,3	579,7	195,1	108,7	75,0	741,5	661,6	555,1	228,9	150,6	121,6	41,2	134,3	107,7
2025 Juli	1 621,4	604,4	219,7	123,7	96,6	700,6	631,3	565,6	238,7	159,1	124,6	47,2	120,6	99,8
Aug.	1 666,7	636,1	222,5	123,7	98,2	709,9	640,6	534,8	240,4	136,3	110,1	30,9	127,3	103,3
Sept.	1 638,8	606,9	223,2	132,4	92,6	716,1	635,0	589,7	235,1	159,2	128,8	46,2	149,2	111,6
Okt.	1 652,9	604,9	211,1	116,2	96,0	740,9	662,5	599,2	227,6	160,2	125,4	45,0	166,5	136,5
Nov.	1 674,5	616,1	204,5	112,6	95,8	758,1	670,3	547,2	220,0	145,4	120,2	41,5	140,4	114,3
Dez.	1 591,3	579,7	195,1	108,7	75,0	741,5	661,6	456,8	173,5	138,1	117,5	27,0	118,2	92,4
Langfristig														
2023	19 421,0	4 445,7	3 237,0	1 434,6	1 549,1	10 189,2	9 450,2	322,0	93,4	68,0	31,0	21,3	139,3	130,8
2024	20 533,2	4 771,4	3 503,4	1 526,8	1 651,0	10 607,4	9 835,6	351,2	89,3	86,0	35,1	27,0	148,8	138,1
2025	21 449,8	4 906,5	3 761,7	1 687,9	1 748,1	11 033,5	10 241,2	383,6	93,9	101,3	43,2	30,9	157,4	146,3
2025 Juli	21 202,1	4 877,8	3 618,4	1 604,8	1 718,5	10 987,4	10 198,5	352,6	83,9	97,5	37,5	25,4	145,8	136,4
Aug.	21 177,3	4 873,1	3 631,0	1 619,0	1 708,2	10 965,0	10 176,8	255,1	53,8	74,9	36,5	10,2	116,3	111,9
Sept.	21 296,4	4 872,7	3 643,2	1 624,0	1 730,2	11 050,3	10 261,8	420,2	93,9	113,5	43,2	42,9	169,8	161,5
Okt.	21 450,9	4 911,7	3 689,7	1 640,7	1 740,3	11 109,1	10 309,2	385,7	83,3	114,2	44,6	36,2	151,9	141,1
Nov.	21 559,1	4 933,8	3 740,0	1 670,9	1 759,2	11 126,1	10 324,3	387,3	94,4	123,5	56,3	41,7	127,7	118,5
Dez.	21 449,8	4 906,5	3 761,7	1 687,9	1 748,1	11 033,5	10 241,2	250,0	72,9	103,5	45,9	16,3	57,3	51,0

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)		Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten					
			Insgesamt	FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2023	20 995,6	5 068,9	3 400,8	1 539,5	1 634,8	10 891,0	10 109,3	9 673,2	625,3	1 419,7	7 627,7
2024	22 134,4	5 353,8	3 710,0	1 648,6	1 721,3	11 349,3	10 510,3	10 151,3	755,1	1 586,9	7 808,8
2025	23 041,1	5 486,2	3 956,8	1 796,5	1 823,1	11 775,0	10 902,8	11 712,5	1 315,6	1 850,5	8 545,9
2025 Juli	22 823,5	5 482,2	3 838,1	1 728,5	1 815,1	11 688,0	10 829,8	11 055,0	1 097,7	1 813,9	8 143,0
Aug.	22 844,0	5 509,2	3 853,5	1 742,7	1 806,4	11 674,9	10 817,4	11 084,4	1 119,5	1 838,2	8 126,2
Sept.	22 935,2	5 479,6	3 866,4	1 756,4	1 822,8	11 766,4	10 896,7	11 310,5	1 165,1	1 870,7	8 274,2
Okt.	23 103,8	5 516,6	3 900,8	1 756,9	1 836,4	11 850,0	10 971,7	11 525,2	1 164,1	1 855,2	8 505,5
Nov.	23 233,5	5 549,9	3 944,5	1 783,4	1 855,0	11 884,2	10 994,5	11 500,2	1 204,0	1 856,1	8 439,6
Dez.	23 041,1	5 486,2	3 956,8	1 796,5	1 823,1	11 775,0	10 902,8	11 712,5	1 315,6	1 850,5	8 545,9
Wachstumsraten <sup>1)</sup>											
2025 Mai	4,8	3,6	8,0	8,7	3,3	4,6	4,5	-0,1	-1,7	-0,3	0,1
Juni	5,2	4,7	9,2	10,8	3,2	4,6	4,5	-0,2	-0,9	-0,8	-0,1
Juli	5,5	4,9	9,3	10,9	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,5	0,0
Aug.	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,5	4,5	-0,1	-0,5	-0,6	0,0
Sept.	5,1	3,8	9,4	11,5	3,3	4,7	4,6	0,0	0,7	-0,7	0,0
Okt.	5,1	3,9	9,5	10,1	3,1	4,6	4,6	-0,1	0,6	-0,8	0,0
Nov.	5,6	4,8	9,6	9,9	3,9	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,8	-0,1
Dez.	5,7	4,4	10,7	10,5	3,8	5,1	5,0	0,0	2,9	-1,9	-0,1

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

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

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 ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 Q1	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
Q2	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
Q3	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
Q4	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2025 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
Dez.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Veränderung gegen Vormonat in %											
2026 Jan.	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,8	-0,3	-0,8	0,0	-2,0	-0,6	0,3
Veränderung gegen Vorjahr in %											
2026 Jan.	8,3	-3,5	0,1	-6,7	13,6	-0,8	3,5	2,3	-7,0	-1,5	13,4

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2024 Q4	36 029,9	34 162,5	1 867,4	12 737,4	9 943,6	14 741,9	16 499,5	-2,1	7 157,8	7 719,5	1 394,8	16 706,8
2025 Q1	36 224,7	34 529,9	1 694,8	12 663,7	9 910,1	14 440,5	16 517,1	39,6	7 569,8	8 102,7	1 511,0	17 000,4
Q2	35 908,8	34 401,6	1 507,2	12 440,6	9 686,8	14 516,8	16 696,3	14,3	7 475,0	8 018,6	1 462,1	16 874,6
Q3	36 829,6	35 113,8	1 715,8	12 481,0	9 762,2	15 230,7	17 306,6	-0,5	7 496,2	8 045,0	1 622,2	16 957,3
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2025 Q3	235,3	224,3	11,0	79,7	62,4	97,3	110,6	0,0	47,9	51,4	10,4	108,3
<b>Transaktionen</b>												
2024 Q4	68,1	-27,1	95,2	56,8	55,1	239,9	176,9	9,7	-242,0	-259,1	3,7	-
2025 Q1	829,5	731,2	98,3	138,1	51,1	220,4	210,1	-8,8	480,6	470,0	-0,8	-
Q2	314,2	231,7	82,6	-45,6	-46,6	203,5	186,7	0,5	147,0	91,6	8,8	-
Q3	294,6	259,8	34,8	25,1	30,1	268,4	195,5	-4,2	-0,5	34,2	5,8	-
2025 Juni	133,1	92,5	40,6	-26,1	-44,2	110,7	143,9	4,5	42,7	-7,2	1,4	-
Juli	38,2	32,6	5,5	22,8	9,9	56,3	35,9	0,4	-41,5	-13,2	0,1	-
Aug.	140,0	161,6	-21,6	-5,3	19,2	86,4	65,5	-0,4	58,1	76,9	1,2	-
Sept.	116,5	65,6	50,9	7,6	1,0	125,7	94,1	-4,2	-17,1	-29,5	4,6	-
Okt.	207,0	205,8	1,2	17,2	-5,8	31,6	82,4	8,7	148,8	129,2	0,8	-
Nov.	135,1	114,4	20,6	13,5	7,5	22,1	71,7	7,2	89,6	35,3	2,7	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2025 Nov.	1 615,0	1 351,7	263,3	172,3	79,1	843,6	830,4	8,0	571,2	442,2	19,9	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2025 Nov.	10,3	8,6	1,7	1,1	0,5	5,4	5,3	0,1	3,6	2,8	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	M3											Insgesamt	
	M2						M3-M2						
	M1			M2-M1			Zusammen						
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Zusammen		Repogeschäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände													
2023	1 534,0	8 820,5	10 354,5	2 306,0	2 451,9	4 757,9	15 112,4	183,5	740,3	72,8	996,6	16 109,0	
2024	1 554,5	9 048,8	10 603,3	2 544,9	2 455,9	5 000,8	15 604,2	253,8	880,6	37,8	1 172,2	16 776,4	
2025	1 587,8	9 500,1	11 087,9	2 421,1	2 564,5	4 985,6	16 073,5	259,4	880,2	17,6	1 157,2	17 230,7	
2025	Q1	1 558,2	9 124,4	10 682,6	2 488,1	2 487,9	4 976,1	15 658,7	241,9	894,8	43,6	1 180,3	16 839,0
	Q2	1 563,9	9 244,4	10 808,3	2 402,4	2 514,3	4 916,7	15 725,0	257,5	920,6	26,6	1 204,7	16 929,7
	Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 349,7	2 543,5	4 893,2	15 789,3	258,6	927,6	7,3	1 193,5	16 982,8
	Q4 <sup>(p)</sup>	1 587,8	9 500,1	11 087,9	2 421,1	2 564,5	4 985,6	16 073,5	259,4	880,2	17,6	1 157,2	17 230,7
2025	Juli	1 567,0	9 245,7	10 812,7	2 401,8	2 523,3	4 925,1	15 737,8	242,8	918,0	24,9	1 185,7	16 923,5
	Aug.	1 570,5	9 270,1	10 840,6	2 384,1	2 530,7	4 914,8	15 755,5	240,6	914,8	16,1	1 171,5	16 927,0
	Sept.	1 574,9	9 321,2	10 896,1	2 349,7	2 543,5	4 893,2	15 789,3	258,6	927,6	7,3	1 193,5	16 982,8
	Okt.	1 579,2	9 414,8	10 993,9	2 355,1	2 552,0	4 907,1	15 901,1	237,1	912,2	23,3	1 172,6	17 073,7
	Nov.	1 585,5	9 472,6	11 058,1	2 407,2	2 559,3	4 966,5	16 024,6	251,7	902,2	14,1	1 168,1	17 192,7
	Dez.	1 587,8	9 500,1	11 087,9	2 421,1	2 564,5	4 985,6	16 073,5	259,4	880,2	17,6	1 157,2	17 230,7
	Dez. <sup>(p)</sup>	1 587,8	9 500,1	11 087,9	2 421,1	2 564,5	4 985,6	16 073,5	259,4	880,2	17,6	1 157,2	17 230,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,4	-104,2	823,2	-149,2	39,8	93,6	23,3	156,7	7,6	
2024	21,2	181,8	203,0	205,5	6,6	212,1	415,1	75,6	129,8	-34,7	170,7	585,8	
2025	33,3	464,8	498,1	-122,5	101,3	-21,2	476,8	10,2	-10,8	-11,5	-12,2	464,7	
2025	Q1	3,7	94,3	98,0	-51,5	25,0	-26,4	71,5	-10,5	11,0	8,7	9,3	80,8
	Q2	5,7	142,8	148,5	-75,5	25,9	-49,5	99,0	18,3	23,5	-16,9	25,0	124,0
	Q3	11,0	80,4	91,4	-52,5	29,2	-23,3	68,1	1,4	4,4	-16,8	-11,1	57,1
	Q4 <sup>(p)</sup>	12,9	147,3	160,2	57,0	21,0	78,0	238,2	0,9	-49,8	13,5	-35,4	202,8
2025	Juli	3,0	-2,4	0,6	-3,1	8,9	5,8	6,4	-15,5	-3,5	-0,8	-19,7	-13,3
	Aug.	3,6	29,6	33,1	-15,5	7,5	-8,0	25,1	-1,4	-4,1	-7,8	-13,4	11,8
	Sept.	4,4	53,3	57,6	-34,0	12,9	-21,1	36,5	18,3	11,9	-8,2	22,0	58,6
	Okt.	4,3	58,5	62,7	-14,5	8,5	-6,0	56,7	-22,1	-16,2	15,4	-22,9	33,8
	Nov.	6,3	57,7	64,0	52,2	7,3	59,5	123,5	14,6	-10,8	-6,9	-3,1	120,5
	Dez.	2,3	31,1	33,4	19,3	5,3	24,6	58,0	8,4	-22,8	5,0	-9,4	48,6
	Dez. <sup>(p)</sup>	2,3	31,1	33,4	19,3	5,3	24,6	58,0	8,4	-22,8	5,0	-9,4	48,6
Wachstumsraten													
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,0	
2024	1,4	2,1	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6	
2025	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8	
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	3,4
	Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
	Q4 <sup>(p)</sup>	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8
2025	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.	2,1	5,7	5,2	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,5	-51,1	1,4	2,8
	Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,0	4,6	-0,8	3,1	5,7	3,2	-57,2	1,5	3,0
	Dez.	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8
	Dez. <sup>(p)</sup>	2,1	5,1	4,7	-4,8	4,1	-0,4	3,1	4,1	-1,2	-33,3	-1,0	2,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2023	3 317,0	2 403,6	770,8	131,0	11,6	8 406,6	5 105,6	1 014,6	2 285,1	1,3	1 269,0	227,0	542,4
2024	3 415,8	2 479,2	792,1	133,4	11,1	8 734,2	5 188,6	1 255,6	2 288,7	1,3	1 373,2	231,9	548,3
2025	3 504,1	2 574,1	772,8	150,6	6,6	8 989,6	5 471,4	1 137,2	2 379,7	1,3	1 477,0	224,7	549,8
2025 Q1	3 415,8	2 479,9	786,2	139,1	10,6	8 796,3	5 256,9	1 224,6	2 313,7	1,1	1 362,1	228,7	539,4
Q2	3 439,3	2 506,4	779,7	143,9	9,3	8 845,2	5 334,0	1 175,2	2 334,9	1,1	1 356,5	233,3	544,3
Q3	3 469,1	2 538,4	778,9	145,8	6,0	8 903,6	5 400,7	1 139,1	2 362,7	1,1	1 333,8	229,2	537,3
Q4 <sup>(p)</sup>	3 504,1	2 574,1	772,8	150,6	6,6	8 989,6	5 471,4	1 137,2	2 379,7	1,3	1 477,0	224,7	549,8
2025 Juli	3 456,0	2 516,8	784,9	144,5	9,8	8 873,8	5 355,6	1 173,4	2 343,9	1,0	1 312,4	223,6	547,8
Aug.	3 464,4	2 525,2	784,9	145,0	9,3	8 884,5	5 372,3	1 160,5	2 350,7	1,0	1 305,4	226,5	544,8
Sept.	3 469,1	2 538,4	778,9	145,8	6,0	8 903,6	5 400,7	1 139,1	2 362,7	1,1	1 333,8	229,2	537,3
Okt.	3 473,4	2 556,0	763,4	148,0	6,1	8 932,8	5 422,7	1 139,4	2 369,7	1,0	1 383,3	223,7	545,8
Nov.	3 492,3	2 564,5	773,2	148,9	5,7	8 964,0	5 451,7	1 136,7	2 374,7	0,9	1 443,1	221,6	569,8
Dez. <sup>(p)</sup>	3 504,1	2 574,1	772,8	150,6	6,6	8 989,6	5 471,4	1 137,2	2 379,7	1,3	1 477,0	224,7	549,8
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,9	-99,2	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,0	0,2	290,2	48,9	236,1	5,3	0,0	82,8	3,9	3,2
2025	115,2	110,5	-12,5	17,1	0,0	261,6	294,0	-116,0	83,7	-0,1	81,1	-4,7	0,5
2025 Q1	7,7	6,3	-3,9	5,5	-0,2	63,5	75,7	-30,2	18,2	-0,3	-2,2	-2,3	-9,2
Q2	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,5	20,7	0,0	11,4	5,9	4,9
Q3	34,5	32,6	-0,5	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,8	27,8	0,0	-23,9	-4,0	-7,2
Q4 <sup>(p)</sup>	37,1	37,3	-5,7	4,8	0,6	85,5	70,9	-2,5	17,0	0,2	95,8	-4,3	12,1
2025 Juli	13,2	8,2	4,0	0,6	0,4	27,8	21,1	-2,2	8,9	-0,1	-46,6	-10,0	3,5
Aug.	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,8	17,3	-12,5	6,8	0,1	-3,2	3,2	-3,0
Sept.	9,9	14,0	-5,4	0,8	0,5	19,6	28,7	-21,2	12,1	0,0	25,9	2,8	-7,7
Okt.	3,5	17,3	-16,1	2,2	0,0	28,5	21,6	0,0	7,0	-0,1	-4,2	-5,6	8,1
Nov.	19,0	8,7	9,8	0,9	-0,4	31,1	29,0	-2,7	5,0	-0,1	59,7	-2,0	24,1
Dez. <sup>(p)</sup>	14,5	11,3	0,6	1,7	0,9	25,9	20,3	0,2	5,0	0,4	40,3	3,3	-20,0
Wachstumsraten													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,2	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,8	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,7	-2,1	0,1
2025 Q1	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,8	2,6	-0,5
Q2	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,7	7,2	2,1
Q3	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,9	0,0	-2,6
Q4 <sup>(p)</sup>	3,4	4,5	-1,6	12,8	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,7	-2,1	0,1
2025 Juli	2,7	5,0	-5,5	13,8	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,2	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	2,9	0,0	-2,6
Okt.	3,4	5,7	-5,2	15,4	-19,9	3,1	5,9	-9,8	4,0	3,0	2,7	0,8	-1,0
Nov.	3,5	5,4	-3,6	14,3	-26,7	3,1	5,8	-9,6	4,0	8,1	5,1	-1,6	2,0
Dez. <sup>(p)</sup>	3,4	4,5	-1,6	12,8	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,7	-2,1	0,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.



## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt		An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände												
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 045,4	13 251,0	5 130,8	6 649,1	1 127,6	137,8	1 559,1	896,5
2024	6 249,9	986,9	5 237,1	15 789,0	13 258,0	13 502,0	5 189,2	6 678,6	1 251,2	139,1	1 580,0	951,0
2025	6 295,0	1 020,3	5 248,5	16 248,8	13 629,7	13 903,5	5 294,9	6 853,3	1 334,5	147,1	1 573,4	1 045,8
2025 Q1	6 267,5	996,6	5 245,0	15 868,4	13 334,0	13 589,4	5 203,4	6 722,3	1 271,1	137,2	1 562,1	972,3
Q2	6 274,4	1 007,8	5 240,5	15 956,2	13 410,3	13 679,9	5 213,5	6 767,1	1 285,1	144,6	1 571,4	974,6
Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,5	13 447,8	13 720,6	5 244,9	6 808,9	1 257,9	136,1	1 567,1	1 006,6
Q4	6 295,0	1 020,3	5 248,5	16 248,8	13 629,7	13 903,5	5 294,9	6 853,3	1 334,5	147,1	1 573,4	1 045,8
2025 Juli	6 285,9	1 012,5	5 247,3	15 980,9	13 421,1	13 688,1	5 222,2	6 780,0	1 281,3	137,7	1 571,1	988,7
Aug.	6 264,1	1 013,8	5 224,2	15 997,4	13 422,6	13 698,7	5 237,5	6 794,4	1 253,9	136,9	1 575,0	999,7
Sept.	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 021,5	13 447,8	13 720,6	5 244,9	6 808,9	1 257,9	136,1	1 567,1	1 006,6
Okt.	6 309,3	1 025,3	5 257,9	16 115,6	13 520,8	13 791,8	5 257,1	6 817,9	1 311,2	134,6	1 572,6	1 022,1
Nov.	6 305,4	1 026,4	5 252,9	16 215,5	13 578,7	13 847,3	5 266,9	6 836,3	1 338,1	137,4	1 596,1	1 040,7
Dez.	6 295,0	1 020,3	5 248,5	16 248,8	13 629,7	13 903,5	5 294,9	6 853,3	1 334,5	147,1	1 573,4	1 045,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-64,3	-1,2	-63,6	287,7	228,9	273,7	76,2	45,2	106,6	1,0	11,6	47,1
2025	49,2	32,8	16,0	466,0	414,0	448,1	145,9	187,2	72,6	8,3	-2,2	54,2
2025 Q1	38,8	9,3	29,4	102,0	98,4	109,3	27,5	48,5	24,3	-2,0	-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	-1,0
Q3	19,0	8,3	10,6	67,6	47,0	49,6	35,9	45,0	-25,4	-8,4	-6,4	26,9
Q4	8,3	4,1	4,1	191,5	173,2	182,6	57,4	47,9	57,0	10,9	8,7	9,7
2025 Juli	16,1	4,6	11,3	19,8	8,3	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.	8,3	8,1	0,1	70,3	54,3	58,8	12,0	9,9	33,9	-1,6	3,6	12,4
Nov.	0,5	1,3	-0,8	80,4	60,4	58,5	12,2	19,3	26,1	2,8	25,1	-5,1
Dez.	-0,4	-5,3	4,8	40,8	58,5	65,2	33,2	18,7	-3,0	9,7	-20,1	2,4
Wachstumsraten												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,8	2,8	5,8	6,0	-0,1	5,6
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	11,0	0,8	4,7
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2
Q4	0,8	3,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,8	2,8	5,8	6,0	-0,1	5,6
2025 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.	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,3	-1,1	-0,3	8,0
Nov.	0,7	3,6	0,2	3,3	3,3	3,4	3,0	2,7	7,8	1,7	1,3	6,6
Dez.	0,8	3,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,8	2,8	5,8	6,0	-0,1	5,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumen- tenkredite	Wohnungs- baukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>				Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2023	5 130,8	5 135,7	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,2	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,2	5 200,0	930,7	1 097,8	3 160,7	6 678,6	6 929,4	744,8	5 255,6	678,2
2025	5 294,9	5 324,3	950,5	1 121,4	3 223,0	6 853,3	7 112,0	777,1	5 403,2	673,0
2025 Q1	5 203,4	5 224,2	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	5 249,6	929,2	1 114,8	3 169,4	6 767,1	7 016,8	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 244,9	5 283,1	927,5	1 126,9	3 190,4	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,9	5 324,3	950,5	1 121,4	3 223,0	6 853,3	7 112,0	777,1	5 403,2	673,0
2025 Juli	5 222,2	5 256,5	925,6	1 120,8	3 175,8	6 780,0	7 030,6	760,3	5 345,9	673,8
Aug.	5 237,5	5 274,6	929,5	1 123,2	3 184,8	6 794,4	7 045,7	764,1	5 357,1	673,2
Sept.	5 244,9	5 283,1	927,5	1 126,9	3 190,4	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Okt.	5 257,1	5 290,6	935,4	1 126,0	3 195,7	6 817,9	7 073,9	771,1	5 373,8	673,0
Nov.	5 266,9	5 300,8	938,8	1 123,4	3 204,7	6 836,3	7 093,4	775,4	5 386,7	674,1
Dez.	5 294,9	5 324,3	950,5	1 121,4	3 223,0	6 853,3	7 112,0	777,1	5 403,2	673,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,4	21,7	14,6	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2025	145,9	157,9	32,4	35,7	77,7	187,2	204,8	38,4	148,2	0,5
2025 Q1	27,5	35,7	-2,5	19,6	10,4	48,5	48,8	8,7	39,8	0,0
Q2	25,0	36,0	8,8	8,0	8,3	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
Q3	35,9	37,2	0,1	13,1	22,7	45,0	47,6	11,2	36,3	-2,5
Q4	57,4	49,2	26,1	-4,9	36,3	47,9	60,9	11,6	34,4	1,9
2025 Juli	7,8	6,6	-4,2	5,1	6,9	13,6	14,4	3,1	12,5	-2,0
Aug.	15,6	17,4	2,7	3,8	9,1	15,6	16,1	4,2	11,5	-0,2
Sept.	12,5	13,2	1,6	4,2	6,8	15,9	17,2	3,8	12,3	-0,3
Okt.	12,0	7,3	7,4	-2,3	6,9	9,9	19,9	4,4	4,6	0,9
Nov.	12,2	12,7	4,7	-1,9	9,5	19,3	20,9	5,0	13,1	1,2
Dez.	33,2	29,2	13,9	-0,7	19,9	18,7	20,0	2,2	16,7	-0,2
Wachstumsraten										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
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
Q4	2,8	3,0	3,5	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2025 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
Nov.	3,0	3,1	4,0	4,3	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dez.	2,8	3,0	3,5	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	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 -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2023	476,9	7 337,9	1 826,7	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 850,1	1 841,9	117,2	2 590,7	3 300,3	2 666,3	317,2	140,4	135,9
2025	398,2	8 366,1	1 870,5	131,7	2 623,0	3 740,9	3 266,3	184,8	326,5	238,4
2025 Q1	388,3	7 934,3	1 834,5	121,7	2 576,4	3 401,8	2 793,1	232,5	182,9	161,3
Q2	409,4	7 907,9	1 833,3	129,6	2 562,3	3 382,8	2 827,8	188,6	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,2	1 842,2	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,0	144,0	168,3	168,6
Q4 <sup>(p)</sup>	398,2	8 366,1	1 870,5	131,7	2 623,0	3 740,9	3 266,3	184,8	326,5	238,4
2025 Juli	397,0	7 958,1	1 835,1	132,5	2 583,8	3 406,7	2 864,3	147,5	173,5	166,9
Aug.	412,7	7 967,2	1 839,2	132,8	2 575,7	3 419,5	2 885,2	160,2	206,3	179,4
Sept.	430,1	8 092,2	1 842,2	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,0	144,0	168,3	168,6
Okt.	441,4	8 216,7	1 849,3	132,4	2 618,2	3 616,9	3 184,8	122,1	366,3	251,7
Nov.	423,0	8 322,8	1 874,3	131,8	2 615,3	3 701,4	3 232,5	185,1	395,6	266,9
Dez. <sup>(p)</sup>	398,2	8 366,1	1 870,5	131,7	2 623,0	3 740,9	3 266,3	184,8	326,5	238,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-199,0	325,1	24,9	40,1	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,8	15,2	26,7	164,8	73,2	532,5	29,1	-11,7	-16,7
2025	0,3	186,5	31,6	16,3	113,6	25,0	279,1	-142,8	13,7	33,2
2025 Q1	-7,2	4,5	-4,3	5,6	11,5	-8,3	21,1	-83,8	42,4	25,3
Q2	21,2	35,0	4,3	7,9	36,5	-13,7	127,0	-34,6	-5,0	4,7
Q3	19,1	35,5	9,1	3,6	31,3	-8,5	62,4	-37,3	-9,6	2,7
Q4 <sup>(p)</sup>	-32,8	111,4	22,5	-0,8	34,3	55,4	68,7	12,9	-14,2	0,5
2025 Juli	-14,0	9,3	0,4	2,9	11,0	-5,0	-4,9	-48,9	-4,4	1,0
Aug.	15,7	8,6	5,3	0,3	1,5	1,4	14,4	16,1	32,8	12,4
Sept.	17,4	17,6	3,4	0,3	18,7	-4,9	52,8	-4,5	-38,0	-10,7
Okt.	10,4	21,2	6,0	-0,2	21,1	-5,8	31,1	-44,2	65,5	21,6
Nov.	-18,4	45,5	22,4	-0,6	-3,2	26,9	12,5	54,1	-0,9	7,5
Dez. <sup>(p)</sup>	-24,8	44,8	-5,8	0,0	16,4	34,3	25,1	3,1	-78,8	-28,6
Wachstumsraten										
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
2025	0,1	2,3	1,7	14,0	4,5	0,6	-	-	33,0	28,7
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	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5
Q4 <sup>(p)</sup>	0,1	2,3	1,7	14,0	4,5	0,6	-	-	33,0	28,7
2025 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.	1,7	2,1	1,2	16,4	4,2	0,6	-	-	37,9	10,5
Nov.	-0,3	2,6	2,1	15,2	4,0	1,3	-	-	31,9	19,4
Dez. <sup>(p)</sup>	0,1	2,3	1,7	14,0	4,5	0,6	-	-	33,0	28,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Vermögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					Vermögens- wirksame Ausgaben
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	46,9	46,1	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,7	13,3	12,9	14,6	0,8	49,9	44,7	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	45,9	45,0	13,1	12,4	14,5	0,9	49,4	44,0	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2024 Q4	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0
2025 Q1	46,6	45,8	13,3	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
Q2	46,7	45,9	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
Q3	46,7	45,9	13,3	12,4	15,0	0,7	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	23,0	5,0

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

### 6.3 Verschuldung

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

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

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

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

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

### 6.5 Staatliche Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2025	13,1	11,6	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5
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	12,8	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	13,2	11,7	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	1,9	2,9	2,6
Q4	13,1	11,6	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5
2025 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.	13,2	11,7	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	1,9	2,9	2,6
Okt.	13,2	11,7	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,6	2,2	1,9	2,8	2,6
Nov.	13,3	11,8	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5
Dez.	13,1	11,6	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 Q4	-4,4	-2,7	-1,7	4,1	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 Q1	-4,6	-2,4	-1,2	4,1	2,5	-3,2	-5,8	-2,6	-3,4	4,2
Q2	-4,7	-2,2	-1,1	3,8	2,2	-3,2	-5,7	-3,0	-3,0	4,1
Q3	-5,1	-2,3	-1,1	1,4	2,6	-2,9	-5,6	-3,1	-3,2	3,5
Verschuldung										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 Q4	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 Q1	106,0	62,0	23,9	34,5	152,9	103,4	114,2	58,3	137,4	62,1
Q2	106,2	62,3	23,2	33,4	151,9	103,4	115,9	57,5	138,3	61,4
Q3	107,1	63,0	22,9	32,8	149,7	103,2	117,7	57,2	137,8	60,6

	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 Q4	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 Q1	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,1
Q2	-1,7	-1,8	-0,4	-4,3	-1,5	-4,9	0,6	-1,8	-4,8	-3,8
Q3	-2,2	-1,7	-0,9	-3,9	-1,6	-4,6	0,4	-1,7	-4,6	-3,4
Verschuldung										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 Q4	46,6	38,0	26,3	46,0	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 Q1	45,4	40,4	26,2	46,6	43,2	83,0	95,0	69,5	63,2	84,2
Q2	48,0	39,1	25,2	46,8	42,7	82,2	96,7	69,3	62,9	88,5
Q3	45,2	40,7	27,9	46,5	42,4	83,7	97,6	67,6	62,3	86,8

Quelle: Eurostat.

**© Europäische Zentralbank, 2026**

Postanschrift      60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon              +49 69 1344 0  
Internet             [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 4. Februar 2026.

ISSN                 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer    QB-01-26-057-DE-N (Online-Version)