



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2026



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2 Konjunkturentwicklung	16
3 Preise und Kosten	25
4 Finanzmarktentwicklungen	33
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	38
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	43
Kästen	47
1 Welche Auswirkungen hat KI auf das Beschäftigungswachstum in den Vereinigten Staaten?	47
2 Reaktionen der US-Finanzmärkte auf geopolitische Schocks mit Störungen des Ölangebots	53
3 Staatliche Beihilfen in der EU im Wandel	60
4 Höhere Ölpreise infolge des Krieges im Nahen Osten: Bewertung der nachteiligen Auswirkungen auf das Wachstum im Euroraum	66
5 Untersuchung der Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum anhand von Umstrukturierungsankündigungen	72
6 Was hat die Inflation bei Waren niedrig gehalten? Die Rolle der Importabhängigkeit von China	78
7 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 11. Februar bis zum 5. Mai 2026	85
8 Der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses des Euroraums im Jahr 2025	91
Aufsatz	98
1 Fünf Jahre Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten: Entwicklung und Erkenntnisse	98
Statistik	114

Abkürzungen

Länder und Regionen

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

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
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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der EZB-Rat ist fest entschlossen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Im Einklang damit beschloss er auf seiner Sitzung am 11. Juni 2026, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Durch den Krieg im Nahen Osten entsteht Druck auf die Inflation. Der Beschluss zur Zinsanhebung ist robust gegenüber einer Bandbreite von Szenarien, die aufzeigen, wie sich der Schock entwickeln und auf die mittelfristigen Aussichten für den Euroraum auswirken könnte.

Im Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2026 gehen die Fachleute des Eurosystems davon aus, dass die durchschnittliche Gesamtinflation 2026 bei 3,0 %, 2027 bei 2,3 % und 2028 bei 2,0 % liegen wird. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel erwarten sie im Basisszenario durchschnittlich 2,5 % für 2026 und 2027 sowie 2,2 % für 2028. Die Fachleute haben ihre Basisprojektion für die Inflation in den Jahren 2026 und 2027 gegenüber den entsprechenden Stabsprojektionen der EZB vom März 2026 nach oben revidiert. Grund hierfür ist ein höherer Pfad für Energiepreise, der sich in gewissem Maße auf die Teuerung bei Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen niederschlagen dürfte. Die Fachleute rechnen im Basisszenario mit einem Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 0,8 % für 2026, 1,2 % für 2027 und 1,5 % für 2028. Dies stellt für 2026 und 2027 eine Abwärtsrevision dar. Darin spiegeln sich die stärkeren Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffmärkte, die Realeinkommen und das Vertrauen wider.

Die Aussichten sind nach wie vor von Unsicherheit geprägt, und es bestehen Aufwärtsrisiken für die Inflation sowie Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum. Die Gesamtfolgen des Krieges für Inflation und Wachstum in der mittleren Frist werden von der Intensität und der Dauer des Energiepreisschocks sowie vom Ausmaß seiner indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekte abhängen. Diese Unsicherheit zeigt sich auch in der großen Bandbreite an Inflations- und Wachstumsergebnissen in den aktualisierten illustrativen Szenarien, die von den Fachleuten des Eurosystems zusammengestellt und auf der EZB-Website als Teil der [Projektionen vom Juni 2026](#) veröffentlicht wurden.

Mit dem Beschluss vom 11. Juni ist der EZB-Rat weiterhin gut positioniert, um die durch den Krieg verursachte Unsicherheit zu bewältigen. Er wird die Lage genau beobachten und bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. 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

Nach Bereinigung um einen temporären Faktor in Irland ist die Wirtschaft des Euroraums im ersten Quartal 2026 gewachsen. Dies wurde von der Binnennachfrage und den Exporten gestützt. Der Krieg im Nahen Osten belastet jedoch die Wirtschaftstätigkeit. Umfragen deuten insbesondere im Dienstleistungssektor auf eine Verlangsamung hin. Das verarbeitende Gewerbe hat sich bislang gut behauptet. Dies liegt teilweise daran, dass Unternehmen Lagerbestände aufgebaut haben, um gegen Engpässe in den Lieferketten gewappnet zu sein. Außerdem spiegeln sich darin die höheren Verteidigungsausgaben wider.

Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote betrug im April 6,3 % und liegt damit weiterhin nahe ihrem historischen Tiefstand. Im ersten Quartal wurden zusätzliche Arbeitsplätze geschaffen, wenn auch langsamer als im Schlussquartal 2025. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ging weiter zurück, und Unternehmen sowie private Haushalte gehen davon aus, dass sich der Arbeitsmarkt abschwächt.

Mit Blick auf die Zukunft erwarten die Fachleute eine schwächere Binnennachfrage als in den März-Projektionen angenommen, da der Krieg das Vertrauen belastet und höhere Energiepreise die Realeinkommen schmälern. Zugleich sind die Bilanzen der privaten Haushalte insgesamt solide, und der Konsum dürfte der wichtigste Wachstumstreiber bleiben. Durch die höheren Energiekosten und das geringere Vertrauen werden die Investitionen des privaten Sektors auf kurze Sicht etwas nachlassen, dürften aber durch Unternehmen, die in neue digitale Technologien investieren, gestützt werden. Die höheren Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur dürften den öffentlichen Investitionen weiterhin zugutekommen. Diese Faktoren dürften einen gewissen Puffer gegenüber den Auswirkungen des Krieges bieten.

Der EZB-Rat hob hervor, dass es dringend notwendig ist, die Wirtschaft im Euroraum zu stärken und zugleich solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ist ein wichtiger Anker für die allgemeine wirtschaftliche Stabilität. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energiepreisschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein, wie die Europäische Kommission in ihrem Frühjahrspaket des Europäischen Semesters 2026 betont. Reformen, die darauf abzielen, das Wachstumspotenzial des Euroraums zu erhöhen und die Energiewende zu beschleunigen, um die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu reduzieren, sind wichtiger denn je. Die Vollendung der Spar- und Investitionsunion ist entscheidend für die Finanzierung von Innovationen, die Förderung des ökologischen und digitalen Wandels und die Steigerung der Produktivität. Der digitale Euro und tokenisiertes Zentralbankgeld für Finanzmarkttransaktionen werden die strategische Autonomie, Wettbewerbsfähigkeit

und finanzielle Integration Europas stärken und Innovationen im Zahlungsverkehr vorantreiben. Daher ist es besonders wichtig, die Verordnung zur Einführung des digitalen Euro rasch zu verabschieden. Die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt werden zu einem schnelleren Wachstum europäischer Unternehmen beitragen.

Inflation

Die Inflation stieg im Mai 2026 auf 3,2 % (nach 3,0 % im April). Die Teuerungsrate für Energie erhöhte sich geringfügig von 10,8 % im April auf 10,9 % im Mai. Die Inflation bei Nahrungsmitteln sank hingegen von 2,4 % auf 2,0 %. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel stieg von 2,2 % im April auf 2,5 %. Dabei erhöhte sich die Inflation bei Waren leicht auf 0,9 %, und bei Dienstleistungen nahm sie von 3,0 % auf 3,5 % zu.

Der binnenwirtschaftliche Kostendruck ließ im ersten Quartal 2026 nach und wurde durch ein langsames Lohn- und Gewinnwachstum gestützt. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten weiterhin darauf hin, dass das Lohnwachstum im Jahresverlauf nachlassen dürfte. Andere Vorleistungen werden für Unternehmen jedoch teurer, weshalb diese davon ausgehen, dass sie ihre Verkaufspreise erhöhen werden. Zudem hat der Energiepreisschock bereits einige Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation nach oben getrieben. Die Inflationserwartungen über kürzere Zeithorizonte liegen nach wie vor deutlich über dem Niveau vor Ausbruch des Krieges im Nahen Osten. Zugleich liegen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 %. Dies begünstigt, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts stabilisiert.

Durch den Anstieg der Energiepreise wird sich die Inflation im Laufe des Sommers weiter erhöhen und bis in die erste Jahreshälfte 2027 deutlich über dem Zielwert halten. Die Verteuerung von Energie wird sich auch auf die Inflation bei Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen auswirken. In der zweiten Jahreshälfte 2027 sollte die Inflation, gestützt durch fallende Energiepreise und eine langsamere Erhöhung anderer Preise, wieder zum Zielwert zurückkehren. Der Krieg im Nahen Osten ist allerdings nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Je länger die Energiepreise auf hohem Niveau bleiben, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie die allgemeine Inflation durch indirekte Auswirkungen und Zweitrundeneffekte in die Höhe treiben. Der EZB-Rat wird daher den Umfang und die Dauer des Energiepreisanstiegs und seine Auswirkungen auf die Preis- und Lohnentwicklung, die Inflationserwartungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik genau beobachten.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet. Zurückzuführen ist dies in erster Linie auf den Krieg im Nahen Osten, der das volatile weltweite Politikumfeld verschärft. Eine anhaltende Störung der Energieversorgung könnte die

Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen als derzeit erwartet. Diese Faktoren würden die Realeinkommen noch weiter schmälern und dazu führen, dass sich Unternehmen und private Haushalte mit Investitionen und Ausgaben zurückhaltender zeigten. Der bremsende Effekt auf das Wachstum würde sich verstärken, wenn die Blockade wichtiger Seewege zu akuten Engpässen bei wichtigen Vorleistungsgütern führte und Unternehmen im Euroraum dadurch gezwungen wären, die Produktion zu drosseln. Eine Eintrübung der Stimmung an den globalen Finanzmärkten oder ein knapperes Kreditangebot könnte die Nachfrage dämpfen. Zusätzliche Friktionen im Welthandel könnten außerdem weitere Störungen bei den Lieferketten und einen Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen schwächen. Andere geopolitische Spannungen, insbesondere der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine, sind nach wie vor ein großer Unsicherheitsfaktor. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn sich die Wirtschaft und die Energiemärkte schneller als angenommen an die durch den Krieg im Nahen Osten verursachten Störungen anpassten oder wenn der Krieg rasch und nachhaltig beigelegt würde. Zudem könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur, Reformen zur Steigerung der Produktivität sowie der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln. Eine tiefere Integration des Binnenmarkts könnte das Wachstum ebenfalls deutlicher beleben als derzeit erwartet.

Die Risiken für die Inflationsaussichten sind aufwärtsgerichtet. Wenn die Energiepreise stärker und länger als derzeit erwartet anstiegen, nähme die Inflation im Euroraum weiter zu. Diese Entwicklung könnte verstärkt werden und länger anhalten, wenn sich die höheren Energiepreise deutlicher als angenommen auf andere Preise und die Löhne auswirkten, wenn sich in der Folge die längerfristigen Inflationserwartungen erhöhten oder wenn es zu breiter angelegten Störungen der globalen Lieferketten käme. Anhaltende handelspolitische Spannungen könnten überdies zu einer größeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klima- und Naturkrise ganz allgemein könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Die Inflation könnte hingegen etwas niedriger ausfallen, wenn die wirtschaftlichen Folgen des Krieges im Nahen Osten von kürzerer Dauer wären als gegenwärtig erwartet oder die indirekten Auswirkungen oder Zweitrundeneffekte weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und damit ebenfalls die Inflation sinken lassen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Finanzierungsbedingungen sind seit der EZB-Ratssitzung vom 30. April 2026 weitgehend unverändert geblieben. Sie sind jedoch weiterhin restriktiver als vor dem Krieg. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung stiegen von 3,9 % im März

auf 4,0 % im April. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und die Zinsen für Hypothekarkredite lagen im April unverändert bei 3,6 % bzw. 3,4 %.

Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen erhöhte sich von 3,2 % im März auf 3,4 % im April. Die Wachstumsrate der Emission von Unternehmensanleihen stieg indessen auf 4,6 %. Die Vergabe von Hypothekarkrediten nahm im April erneut um 3,0 % zu.

Im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie nahm der EZB-Rat eine eingehende Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Demnach sind die Banken im Euroraum widerstandsfähig und werden durch starke Kapital- und Liquiditätsquoten, eine solide Aktivaqualität und eine robuste Ertragslage gestützt. Ein plötzlicher, drastischer Rückgang der Vermögenspreise, der womöglich durch den Nichtbankenfinanzsektor verstärkt wird, und eine Verschlechterung der Aktivaqualität – insbesondere in energiepreis- und handelssensiblen Sektoren – würden jedoch Risiken für die Finanzstabilität darstellen. Diese Risiken verstärken sich mit zunehmender Dauer der derzeitigen geopolitischen Konflikte. Die makroprudenzielle Politik stellt weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen das Entstehen von Anfälligkeiten im Finanzsektor dar. Sie verbessert die Widerstandsfähigkeit und sichert den makroprudenziellen Spielraum.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf seiner Sitzung am 11. Juni 2026 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend beliefen sich der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 17. Juni 2026 auf 2,25 %, 2,40 % bzw. 2,65 %.

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 ist fest entschlossen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden seine Zinsbeschlüsse auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

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.

Die Weltwirtschaft zeigte sich Anfang 2026 nach wie vor widerstandsfähig. Der länger andauernde Krieg im Nahen Osten wirkt sich jedoch dämpfend auf die Konjunkturaussichten aus, da er zu höheren Energiepreisen, restriktiveren Finanzierungsbedingungen und einer erhöhten Unsicherheit führt. Zu Jahresbeginn wurden die Wirtschaft und der Handel weltweit durch die robuste Produktion im verarbeitenden Gewerbe und die Investitionen im Bereich KI getragen. Zudem wurde die Konjunktur durch den vorsichtsgetriebenen Lageraufbau bei energiepreissensiblen Waren gestützt, der sich vor allem in den Vereinigten Staaten, in China und in anderen asiatischen Schwellenländern bemerkbar machte. Die unmittelbaren Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten auf den Handel mit Nicht-Energieprodukten und die Seeschifffahrt halten sich bislang in Grenzen. Bei Öl, raffinierten Brennstoffen und weiteren energiepreissensiblen Waren hat sich der angebotsseitige Druck jedoch verschärft. Zugleich ist die Inflation weltweit gestiegen, da die höheren Energiekosten allmählich auf den breiter gefassten Preisdruck durchwirken. Angesichts dessen wird das globale Wachstum 2026 laut den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2026 schwächer ausfallen als in den vorangegangenen Projektionen erwartet. Überdies dürfte die Inflation weltweit sowohl 2026 als auch 2027 höhere Werte aufweisen.

Die Weltwirtschaft zeigte sich Anfang 2026 nach wie vor widerstandsfähig. Gestützt wurde sie dabei durch die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und den vorsichtsgetriebenen Lageraufbau bei energiepreissensiblen Waren.

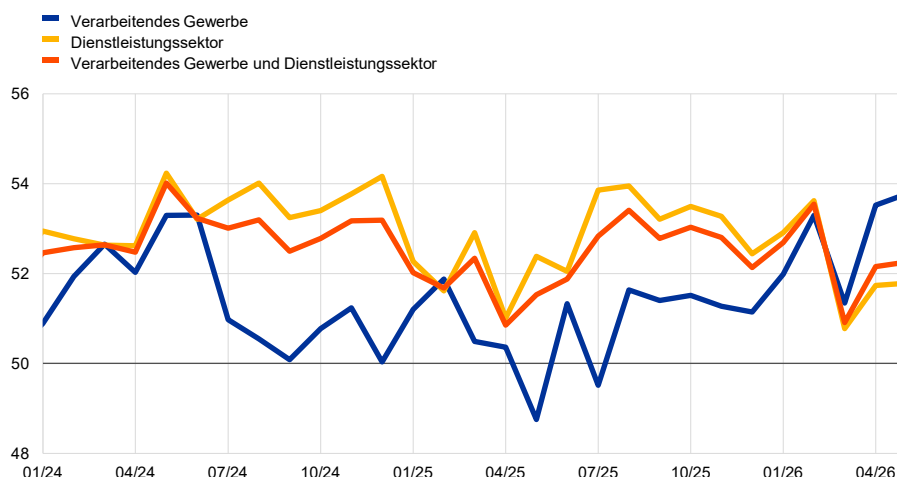
Die jüngsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deuten darauf hin, dass die weltweite Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2026 um 0,7 % zum Vorquartal wuchs, nachdem sie sich im Schlussquartal 2025 um 0,8 % ausgeweitet hatte. Umfrageindikatoren lassen auf eine fortdauernde Widerstandsfähigkeit zu Beginn des zweiten Quartals 2026 schließen. So zog der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im April und Mai 2026 wieder an, nachdem er im März drastisch gesunken war (siehe Abbildung 1, Grafik a). Ausschlaggebend für die Erholung war in erster Linie das verarbeitende Gewerbe, wohingegen die Belebung bei den Dienstleistungen verhaltener ausfiel. Unternehmen aus dem Energiesektor sowie aus energieintensiven Branchen verwiesen in Earnings Calls deutlich öfter auf „Vorzieheffekte“ „vorsichtsgetriebene Lagerhaltung“ und weitere damit verbundene Begriffe. Dies lässt den Schluss zu, dass die Unternehmen als Reaktion auf die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten und den möglichen Lieferstörungen Puffer geschaffen haben (siehe Abbildung 1, Grafik b). Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 zufolge werden die negativen Auswirkungen des Nahostkriegs auf kurze Sicht teilweise durch das kräftige Wachstum im ersten Quartal 2026 sowie temporäre Faktoren, die sich stützend auf die Weltwirtschaft auswirken, abgemildert. Allerdings dürfte sich damit 2026 eine breit angelegte Konjunkturabkühlung auf globaler Ebene nicht vermeiden lassen.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum) sowie Verweise auf bestimmte Begriffe in Earnings Calls von Unternehmen weltweit

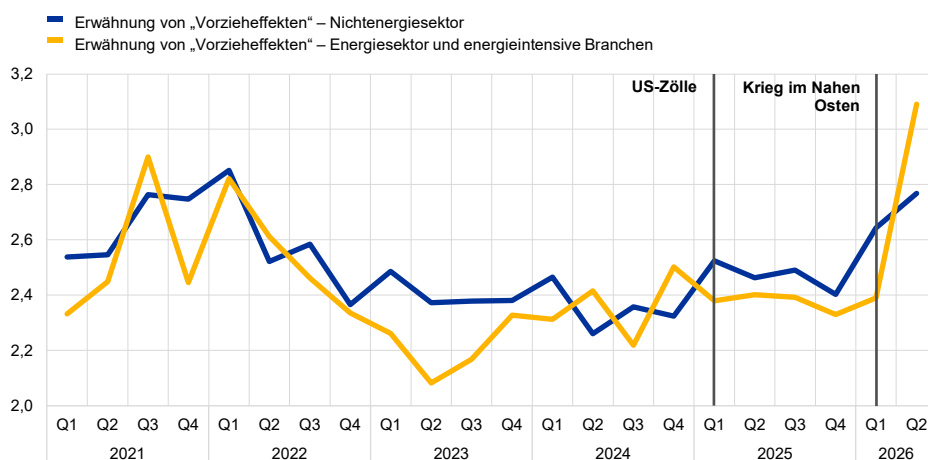
a) EMIs

(Diffusionsindizes)



b) Earnings Calls von Unternehmen

(Anzahl der relevanten Sätze je Earnings Call)



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

Anmerkung: In Grafik a stellt die horizontale Linie auf der Höhe von 50 Indexpunkten die Wachstumsschwelle dar. In Grafik b bezieht sich Earnings Calls darauf, wie oft Unternehmen weltweit im Durchschnitt Begriffe wie „Vorzieheffekte“ und Ähnliches während ihrer Earnings Calls erwähnen. Der Energiesektor und die energieintensiven Branchen umfassen fossile Brennstoffe, erneuerbare Energien, Uran, chemische Erzeugnisse, Verkehr, Einzelhandel mit Nahrungs- und Arzneimitteln sowie angewandte Rohstoffe. „US-Zölle“ bezeichnet die erste größere Umsetzung von Zollmaßnahmen, die in der zweiten Amtszeit von Präsident Trump beschlossen wurden. „Krieg im Nahen Osten“ bezieht sich auf den Beginn des Konflikts. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2026 (Grafik a) bzw. den 15. Mai 2026 (Grafik b).

Die weltweiten Wachstumsaussichten haben sich eingetrübt, da der Konflikt im Nahen Osten die Energiepreise in die Höhe treibt sowie für eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen sorgt und somit die Unsicherheit verstärkt.

Die Störungen rund um die Straße von Hormus und das Fehlen eines endgültigen Friedensabkommens hatten einen anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Energiepreise, insbesondere auf die Ölnotierungen, zur Folge. Die kräftigen Investitionen im KI-Bereich, die widerstandsfähigen Handelsströme und politische Stützungsmaßnahmen bringen zwar eine leichte Entlastung mit sich, doch

dürften die Verteuerung von Energie sowie die restriktiveren Finanzierungsbedingungen die private Nachfrage im weiteren Verlauf mehr und mehr drosseln. Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) dürfte sich von 3,6 % im Jahr 2025 auf 3,0 % im laufenden Jahr verringern und sich dann 2027 und 2028 allmählich wieder auf 3,2 % bzw. 3,3 % erhöhen.¹

Die Rohstoffpreise weisen nach wie vor eine sehr volatile Entwicklung auf. So werden die Energiemärkte auch weiterhin stark von der Blockade der Straße von Hormus beeinflusst, aber auch die sich wandelnden Erwartungen hinsichtlich eines endgültigen Friedensabkommens wirkten sich auf die Rohstoffpreise aus. Die Ölpreise sanken im Berichtszeitraum vom 19. März bis zum 10. Juni 2026 um 15 % auf 94 USD je Barrel, liegen aber noch immer 32 % über dem Vorkriegsniveau. Zunächst kam es dabei nach der Ankündigung einer

Feuerpause zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran im April zu einem Preiserückgang. In der Folge gaben die Notierungen weiter nach, da erneut die Erwartung aufkam, dass ein verlängerter Waffenstillstand den Weg für ein umfassenderes Friedensabkommen zwischen den beiden Ländern ebnen könnte. Die Ölpreise waren im gesamten Berichtszeitraum gleichwohl weiterhin starken Schwankungen unterworfen. Bedingt war dies dadurch, dass die Ausfuhren von Energieerzeugnissen durch die Straße von Hormus noch immer von gravierenden Störungen betroffen waren. Die weiterhin andauernden Durchfahrtsbeschränkungen durch die Straße von Hormus führen automatisch zu einer Verschärfung der globalen Energieversorgungssituation. Dies hat einen anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Energiepreise zur Folge. Die europäischen Gaspreise gingen mit einem Minus von 21 % ebenfalls deutlich zurück. Der Hauptgrund für die im Berichtszeitraum rückläufigen Gaspreise war wie auch an den Ölmärkten eine erwartete Verlängerung des Waffenstillstands. Der Aufwärtsdruck auf die Gaspreise wurde im März und April 2026 darüber hinaus dadurch begrenzt, dass die Importe von Flüssiggas (LNG) in Asien maßvoll ausfielen. Dies war dem Umstand zu verdanken, dass die Witterungsbedingungen milder waren und China Gas zunehmend durch Kohle ersetzte. Die Lage bleibt jedoch überaus volatil und unsicher, da es auch bei den LNG-Lieferungen weiterhin Störungen gibt.² Die Preise für Nahrungsmittel blieben insgesamt weitgehend stabil, da der – durch eine hohe Produktion in Brasilien begünstigte – Rückgang der Kaffeepreise zum Großteil durch eine Verteuerung von Kakao aufgewogen wurde. Die Kakaopreise stiegen dabei infolge von Sorgen, dass das Wetterphänomen El Niño im späteren Jahresverlauf besonders ausgeprägt sein könnte. Die Metallnotierungen zogen um 13 % an. Triebfeder waren hierbei Engpässe bei den Aluminiumlieferungen aus dem Nahen Osten sowie die erwartete Verringerung der Kupferproduktion in Chile.

Der angebotsseitige Druck hat zwar zugenommen, doch lassen aktuelle Belege vor allem auf Engpässe bei spezifischen Vorleistungen schließen und nicht auf

¹ Siehe hierzu auch EZB, Außenwirtschaftliches Umfeld, Kasten 1, in: [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2026.

² Zu beachten ist, dass in diesem Abschnitt die Veränderungen der Kassakurse in der Zeit von März bis Juni 2026 erörtert werden. Diese können sich aufgrund der differierenden Redaktionsschlüsse für die Marktdaten von den Änderungen der technischen Annahmen in den Projektionen vom März und Juni 2026 unterscheiden. Auch die Verwendung von über mehrere Geschäftstage hinweg gebildeten Durchschnittswerten der Kassa- und Terminkurse für Öl bei der Erstellung der Projektionen könnte zu Unterschieden führen.

breit angelegte weltweite Logistikstörungen. Die aus dem entsprechenden EMI-Teilindex ablesbaren Lieferzeiten der Zulieferer verschlechterten sich im April vor allem im Euroraum und im Vereinigten Königreich. So berichteten die Unternehmen von sich zuspitzenden Engpässen bei Öl, Polymeren und chemischen Erzeugnissen. Die Engpässe liegen damit zwar nach wie vor über ihrem normalen Niveau, doch zeigen die Belege bislang noch keine weit verbreiteten Logistikstörungen auf globaler Ebene an. Die Containerschifffahrt außerhalb der Straße von Hormus wird kaum beeinträchtigt. In dieser Hinsicht ähnelt die aktuelle Lage eher einem isolierten Angebotsschock bei Vorleistungsgütern als den weitreichenderen Störungen im Bereich der weltweiten Logistik, die 2021 und 2022 verzeichnet wurden. Allerdings könnten sich die physischen Engpässe verschärfen, wenn die Straße von Hormus blockiert bleibt; besonders zutreffen könnte dies auf Erdöl, raffinierte Brennstoffe und weitere energieintensive Vorleistungen. Dies stellt nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaftstätigkeit sowie ein Aufwärtsrisiko für die globale Inflation dar.

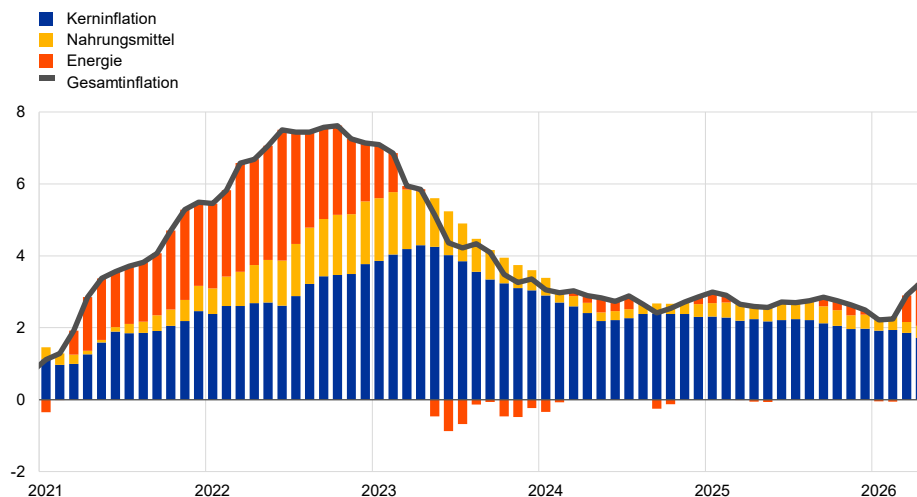
Die Inflation weltweit nahm im April zu. Überdies hat sich seitdem der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen verstärkt, da sich der Energiepreisschock nach und nach ausbreitet. Die globale Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten (ohne die Türkei) kletterte von 3,3 % im März 2026 auf 3,5 % im April; verantwortlich hierfür war vor allem der höhere Preisauftrieb bei Energie (siehe Abbildung 2).³ Der Energiepreisschock dürfte auch die Kerninflation über höhere Produktionskosten steigen lassen. Der globale EMI für die Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe erhöhte sich im April und signalisierte damit, dass ein größerer Anteil der Unternehmen steigende Vorleistungskosten meldete. Die Indikatoren für die Vorleistungspreise im Dienstleistungssektor legten dagegen moderater zu. Da die EMI-Indikatoren den Anteil der Befragten erfassen, die einen Preisanstieg melden, und nicht etwa den Umfang der Preisänderungen, deuten die Daten auf einen breiter gefassten Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen hin. Den Projektionen zufolge dürfte die weltweite Inflation (ohne Euroraum) 2026 auf 3,5 % steigen und danach auf 3,0 % im Jahr 2027 und auf 2,5 % im Jahr 2028 sinken.

³ Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems zur Entwicklung der VPI-Gesamtinflationsrate berücksichtigen eine breiter gefasste Gruppe von Ländern, darunter große Schwellenländer wie China, Indien, Brasilien und Russland, die in der VPI-Teuerung für den OECD-Raum nicht berücksichtigt werden.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beitrag in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

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

Das weltweite Importwachstum lag im ersten Quartal über den Erwartungen.

Es dürfte jedoch an Dynamik verlieren, da der Effekt des Lageraufbaus nachlässt.

Die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deuten auf ein robustes Wachstum im ersten Quartal 2026 hin, das durch eine dynamische Importentwicklung in den Vereinigten Staaten, China, Südkorea und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens getragen wird. Das starke Importwachstum ist auf eine widerstandsfähige Wirtschaftstätigkeit, den KI-bezogenen Handel und den vorsichtsgetriebenen Lageraufbau bei energiepreissensiblen Waren zurückzuführen, wobei dieser Lageraufbau in den kommenden Quartalen nachlassen dürfte. Allerdings dürfte sich die Dynamik der weltweiten Einfuhren im zweiten Quartal abschwächen, da der Krieg im Nahen Osten für höhere Energie-, Fracht- und Versicherungskosten sorgt und damit die energieintensiven Volkswirtschaften belastet. Das weltweite Importwachstum (ohne Euroraum) wird sich den Projektionen zufolge 2026 auf 4,2 % verringern und 2027 und 2028 weiter verlangsamen. Darin spiegeln sich solidere aktuelle Daten und eine robustere zugrunde liegende Handelsdynamik wider, die noch durch einen stärkeren Handel mit KI- und technologiebezogenen Vorleistungsgütern gestützt wird.

In den Vereinigten Staaten erhöhte sich zwar das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2026, doch die zugrunde liegende Dynamik der privaten Nachfrage nahm ab.

Das vierteljährliche BIP-Wachstum erholte sich von 0,1 % im vierten Quartal 2025 auf 0,4 % im ersten Quartal 2026, da die Wirtschaftstätigkeit nach dem Verwaltungsstillstand (Shutdown) wieder anzog. Gestützt wurde diese Erholung durch die staatlichen Konsumausgaben und Investitionen, wohingegen sich der private Konsum verlangsamen. Die privaten Anlageinvestitionen blieben – begünstigt durch KI-bezogene Ausgaben für Computerausrüstung und Software – robust. Allerdings leisten Aktivitäten im KI-Bereich angesichts ihres hohen

Importgehalts per saldo weiterhin nur einen moderaten Beitrag zum BIP-Wachstum. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten weiterhin größtenteils im Einklang mit dem Potenzialwachstum entwickeln. Höhere Ölpreise und restriktivere Finanzierungsbedingungen werden wahrscheinlich die privaten Konsumausgaben belasten, wenngleich hohe Investitionen im KI-Bereich für einen Ausgleich sorgen dürften.

Trotz einer langsameren Weitergabe der Zölle zog die Inflation in den Vereinigten Staaten im April an, da die höheren Ölpreise eine immer breitere Wirkung entfalteten. Die am VPI gemessene Inflation erhöhte sich von 3,3 % im März 2026 auf 3,8 % im April. Grund hierfür war ein kräftiger Anstieg der Teuerungsrate für Energie (auf 17,9 % nach 12,5 % im März). Im Mai kletterten die Endkundenpreise für Benzin weiter auf ein Niveau, das zuletzt Mitte 2022 verzeichnet worden war. Dies lässt darauf schließen, dass die Teuerung bei Energie auf kurze Sicht weiterhin unter Aufwärtsdruck stehen wird. Der Preisdruck schien sich zudem auszubreiten, was auf die höheren Kosten für den Frachtverkehr und für Passagierflüge zurückzuführen war. Die VPI-Inflation ohne Energie und die Kerninflation stiegen ebenfalls leicht an. Dieser Anstieg vollzog sich trotz einer langsameren Weitergabe der Zölle. Dabei scheint der Preisauftrieb bei Konsumgütern ohne Nahrungsmittel, Energie sowie gebrauchte Personen- und Lastkraftwagen im März 2026 seinen Höchststand erreicht zu haben. Aufgrund der höheren Ölpreise sind auch die Inflationserwartungen der Verbraucher gestiegen. Die Ergebnisse aus EMI-Umfragen deuten – insbesondere im verarbeitenden Gewerbe – auf einen zunehmenden Preisdruck hin. Die am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessene Inflation wird sich den Projektionen zufolge bis zum ersten Quartal 2027 weiter erhöhen und erst 2028 wieder auf das 2%-Ziel des Federal Reserve System zurückkehren.

In China schwächte sich die Wirtschaftsdynamik zu Beginn des zweiten Quartals 2026 nach einem guten Ergebnis im ersten Quartal ab. Gestützt durch robuste Exporte und wachstumsfreundliche politische Maßnahmen belief sich das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2026 auf 1,3 % gegenüber dem Vorquartal. Die Daten für April deuteten jedoch auf eine breit angelegte Abkühlung hin. Ursächlich hierfür sind geringere Einzelhandelsumsätze und Investitionen. Außerdem sank die Wachstumsrate der Industrieproduktion gegenüber dem Vorjahr auf 4,1 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Mitte 2023. Dafür verantwortlich war die Tatsache, dass die höheren Ölpreise die Aktivität in den energieintensiven Branchen belasteten. Vom Immobiliensektor ging nach wie vor eine Bremswirkung aus. So waren die Preise für Wohnimmobilien weiterhin rückläufig und auch die breiter gefassten Immobilienindikatoren fielen verhalten aus. Begünstigt durch den KI-bezogenen Handel etwa mit Halbleitern und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes stützten die Exporte weiterhin die konjunkturelle Entwicklung. Die Binnennachfrage blieb dagegen schwach. Der vom Energiepreisschock ausgehende Inflationsdruck zeigt sich bislang stärker bei den Erzeugerpreisen als bei den Verbraucherpreisen. So erhöhte sich die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflationsrate im April leicht auf 1,2 %, während die Änderungsrate der Erzeugerpreise kräftig auf 2,8 % anstieg. Dies lässt darauf schließen, dass die höheren Energiekosten die Industrie und die energieintensiven Sektoren

unmittelbarer belasten als die privaten Haushalte. Insgesamt dürfte sich die Konjunktur allmählich abschwächen, da die robusten Exporte der schwachen Binnennachfrage und der anhaltenden Anpassung im Immobiliensektor nur teilweise entgegenwirken.

Im Vereinigten Königreich zog die Konjunktur im ersten Quartal 2026 merklich an, doch dürfte sich die Erholung als vorübergehend erweisen. Das BIP-Wachstum beschleunigte sich gegenüber dem Vorquartal auf 0,6 %. Stützend wirkten dabei sowohl die privaten als auch die staatlichen Konsumausgaben, wohingegen die Investitionen sanken und vom Außenhandel ein negativer Wachstumsbeitrag ausging. Die aktuellen Kurzfristindikatoren deuten auf eine schwächere Dynamik zu Beginn des zweiten Quartals hin, da die höheren Energiepreise und die Unsicherheit das Vertrauen belasteten. Die Gesamtinflation sank im April, was vor allem auf eine geringere Teuerung bei Dienstleistungen zurückzuführen war. Sie dürfte aber wieder zunehmen, da sich die höheren Energiekosten nach der Neufestsetzung der Energiepreisobergrenze in den Rechnungen der privaten Haushalte niederschlagen werden. Alles in allem dürfte sich die Wachstumsdynamik nach der Erholung im ersten Quartal abschwächen. Überdies ist in den kommenden Monaten voraussichtlich mit erneutem Inflationsdruck zu rechnen.

Gestützt durch die Binnennachfrage und die Exporte verzeichnete die Wirtschaft des Euroraums (ohne die volatilen irischen Daten) im ersten Quartal 2026 ein moderates Wachstum. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust. So wurden im ersten Quartal zusätzliche Arbeitsplätze geschaffen, wenn auch langsamer als im vierten Quartal 2025. Im Zuge des Kriegsausbruchs im Nahen Osten sind die Kurzfristindikatoren der Wirtschaftsaktivität seit März gesunken. Sie deuten auf eine Abschwächung der Konsumausgaben, eine sich verschlechternde Stimmung und länger werdende Lieferzeiten der Zulieferer hin. Zusammengenommen legen diese Entwicklungen nahe, dass der Krieg im Nahen Osten sowohl die aktuelle als auch die erwartete Wirtschaftsaktivität belastet. Die schlechtere allgemeine Stimmung ist größtenteils den privaten Haushalten und dem Dienstleistungssektor zuzuschreiben. Auf mittlere Sicht dürfte die Binnennachfrage durch eine Erholung der Realeinkommen gestützt werden. Begünstigt wird sie außerdem durch sinkende Energiepreise und einen robusten Arbeitsmarkt sowie durch steigende Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung. Zu diesen Faktoren dürften noch die zunehmenden Investitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz und der Energiewende hinzukommen.

Dieser Ausblick deckt sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026, denen zufolge das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr bei durchschnittlich 0,8 %, im kommenden Jahr bei 1,2 % und 2028 bei 1,5 % liegen wird. Dies impliziert eine geringfügige Abwärtsrevision für 2026 und 2027, die darauf zurückzuführen ist, dass sich der Krieg stärker als zuvor erwartet auf die Rohstoffmärkte, die Realeinkommen und das Vertrauen auswirkt. Aufgrund des Krieges im Nahen Osten ist der Ausblick deutlich unsicherer geworden, wodurch Aufwärtsrisiken für die Inflation und Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum entstehen. Da die Auswirkungen des Krieges mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet sind und stark von dessen Dauer und Intensität abhängen werden, wurde das Basisszenario durch aktualisierte illustrative Alternativszenarios ergänzt, die zusammen mit den Projektionen der Fachleute auf der EZB-Website veröffentlicht wurden.⁴

Die Wirtschaft des Euroraums ist (ohne die volatilen irischen Daten) im ersten Quartal 2026 moderat gewachsen. Den jüngsten Schätzungen von Eurostat zufolge sank das reale BIP des Euroraums im ersten Quartal 2026 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem es im vierten Quartal 2025 um 0,2 % zugelegt hatte. Wird jedoch Irland herausgerechnet, wuchs das reale BIP um 0,3 % und lag damit leicht unter dem Plus von 0,4 % im vierten Quartal 2025. Die Dynamik der Komponenten der Binnennachfrage schwächte sich im ersten Quartal ab (siehe Abbildung 3). So verlangsamte sich das Wachstum sowohl der privaten als auch der staatlichen Konsumausgaben, und die Investitionen schrumpften. Gleichzeitig gingen die Vorratsveränderungen leicht zurück und trugen negativ zum BIP-Wachstum bei. Der Außenbeitrag fiel zwar gemessen an den Gesamtzahlen negativ aus, doch bei Herausrechnung der volatilen irischen Handelsströme ergab sich ein

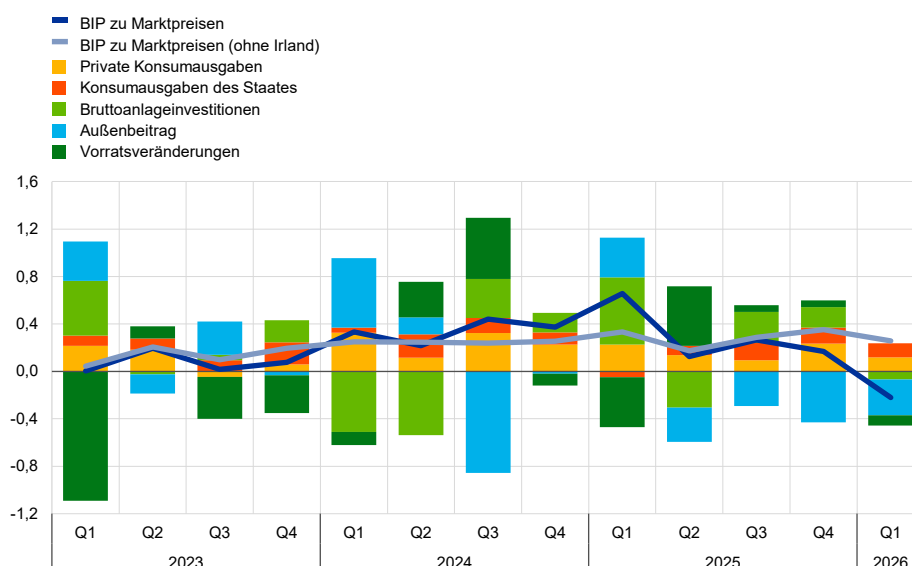
⁴ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2026.

positiver Wert. Die Produktion wurde im ersten Quartal vor allem durch den Dienstleistungssektor getragen. Wesentlicher Treiber war dabei einmal mehr der Bereich Informations- und Kommunikationsdienstleistungen. Im Bausektor gab die Dynamik aufgrund widriger Witterungsbedingungen in Teilen Europas nach, wodurch die Bautätigkeit nach vier Wachstumsquartalen einen Rückgang verzeichnete. Die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe fiel im Euroraum sehr unterschiedlich aus. Sie war in einigen Ländern stark von Volatilität betroffen, insbesondere von einem Rückgang um 35 % in Irland. Wenngleich der Sektor noch immer Belastungsfaktoren ausgesetzt ist, die von höheren Zöllen und geopolitischer Unsicherheit herrühren, erhält er durch die Produktion im Zusammenhang mit der Verteidigungsindustrie Auftrieb. Trotz deutlicher Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern verbuchten die meisten Mitgliedstaaten im ersten Quartal 2026 ein positives BIP-Wachstum.

Abbildung 3

Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



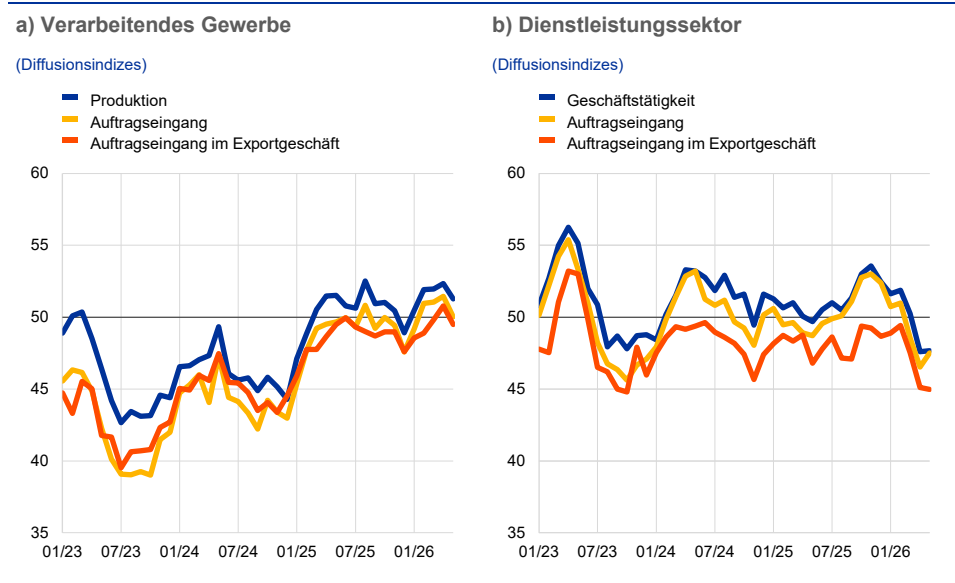
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt auch das BIP ohne Irland, da die irischen Daten besonders volatil sind. Die Aufschlüsselung des BIP nach den Teilkomponenten umfasst jedoch auch Irland. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026.

Die Kurzfristindikatoren sind seit März zurückgegangen. Dies zeigt eindeutig, dass sich der Krieg im Nahen Osten negativ auf die Konjunkturentwicklung auswirkt. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor ist der Schnellschätzung zufolge im Mai weiter gefallen und verharrt damit den zweiten Monat in Folge im kontraktiven Bereich. Der kumulierte Rückgang von 51,9 auf 48,6 Punkte im Zeitraum von Februar bis Mai 2026 verdeutlicht, dass sich der Krieg im Nahen Osten negativ auf die Einschätzung der Produktion auswirkt. Dieser Rückgang war zwar sowohl auf das verarbeitende Gewerbe als auch auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen, doch fiel die kumulierte Verringerung im Dienstleistungssektor deutlich stärker aus. So erreichte der Index für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor Werte, die seit Anfang 2021 nicht mehr verbucht worden waren (siehe Abbildung 4). Ein ähnliches Bild zeichnen die Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen

Kommission, wonach die Eintrübung der allgemeinen Stimmung zum Großteil den privaten Haushalten und dem Dienstleistungssektor zuzuschreiben ist. Aus den EMI-Daten geht zudem hervor, dass sich die stärker zukunftsgerichteten Umfrageergebnisse für den Auftragseingang parallel zur Produktion verschlechtert haben. Überdies haben sich die Lieferzeiten der Zulieferer weiter verlängert – mit den stärksten Verzögerungen seit Juni 2022.

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



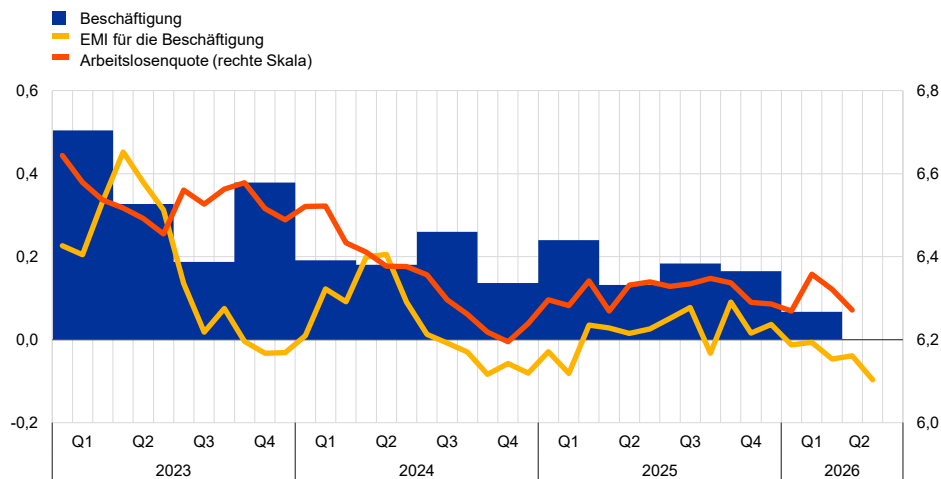
Quelle: S&P Global Market Intelligence.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2026.

Die Arbeitslosenquote ist zwar nach wie vor niedrig, aber die Schaffung von Arbeitsplätzen hat sich verlangsamt, und die Nachfrage nach Arbeitskräften schwächt sich weiter ab. Im März und April lag die Arbeitslosenquote bei 6,3 %; seit Mitte 2024 liegt sie weitgehend konstant auf diesem Niveau (siehe Abbildung 5). Während die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % sank, stieg die Beschäftigung im Zuge einer wachsenden Erwerbsbevölkerung weiter an. Folglich gingen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten zurück. Dennoch schwächte sich das Tempo der Schaffung von Arbeitsplätzen Anfang 2026 gegenüber dem Vorquartal und dem Vorjahr weiter auf 0,1 % bzw. 0,5 % ab, nachdem es 2025 um 0,7 %, 2024 um 0,8 % und 2023 um 1,4 % gestiegen war. Die allmähliche Verlangsamung des Beschäftigungswachstums spiegelt unter anderem eine kontinuierliche Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften wider. Die Vakanzquote weist seit dem zweiten Halbjahr 2022 einen Abwärtstrend auf. Nachdem sie sich Ende 2025 infolge von Entwicklungen im Bausektor geringfügig erhöht hatte, gab sie im ersten Quartal 2026 weiter auf 2,2 % nach. Die sektoralen Trends entwickelten sich im letzten Jahr auseinander. So nahmen die Vakanzen im Bausektor zu und gingen bei den marktbestimmten Dienstleistungen und in der Industrie weiter zurück.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu messen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (Beschäftigung), Mai 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. April 2026 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren lassen auf eine schwache

Beschäftigungsdynamik im zweiten Quartal 2026 schließen. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor fiel Anfang des Jahres unter die neutrale Schwelle von 50 Punkten. Im Mai sank er weiter auf 49,0 Punkte nach 49,6 Punkten im April. Dies weist auf eine weitgehend unveränderte Beschäftigungslage im zweiten Quartal des Jahres hin. Der Index hat nunmehr seinen niedrigsten Stand seit November 2020 erreicht. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor rutschte im Mai mit 49,4 Punkten in den kontraktiven Bereich, während sich der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe weiter auf 47,8 Punkte verschlechterte. Zudem deuten Medienberichte über angekündigte Umstrukturierungen in Unternehmen darauf hin, dass die Beschäftigungsdynamik im zweiten Quartal 2026 – insbesondere im verarbeitenden Gewerbe – gedämpft ausfallen wird (siehe Kasten 5).

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben ließ im ersten Quartal 2026

nach, und die Dynamik dürfte sich kurzfristig weiter abschwächen. Im ersten Quartal dieses Jahres erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,2 % im Quartalsvergleich, nachdem sie im Vorquartal mit 0,4 % noch stärker zugelegt hatten (siehe Abbildung 6, Grafik a). Treibende Kraft der Inlandsausgaben waren die vom Tourismussektor gestützten Dienstleistungen, während die Waren, die durch die Ausgaben für Verbrauchsgüter belastet wurden, diese Entwicklung zum Teil wieder ausglich. Was das zweite Quartal angeht, so signalisieren hochfrequente Indikatoren eine deutliche Abschwächung der Konsumdynamik, da die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten allmählich zum Tragen kommen (siehe Kasten 4). Die Einzelhandelsumsätze sanken im April gegenüber dem Vormonat um 0,4 % und lagen damit knapp unter ihrem Durchschnitt vom ersten Quartal (siehe Abbildung 6 Grafik b). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher ging im April und Mai im

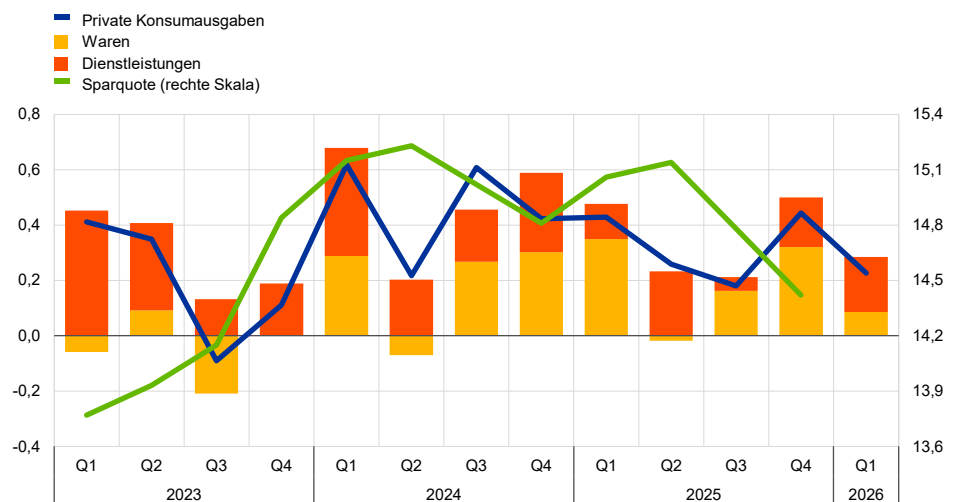
Schnitt stark zurück. Hauptursache waren die Erwartungen privater Haushalte in Bezug auf größere Anschaffungen und die allgemeinen Konjunkturaussichten. Laut den Branchenumfragen der Europäischen Kommission in den einzelnen Sektoren ließen auch die Geschäftserwartungen im April und Mai spürbar nach. Ausschlaggebend hierfür waren der Einzelhandel, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie der Reiseverkehr. Diese Signale wurden von der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen untermauert. Deren Ergebnisse deuteten darauf hin, dass das Verbrauchervertrauen einbrach und die Ausgaben für Urlaubsreisen und Luxusgüter im April an Dynamik verloren, da einkommensstärkere Haushalte diskretionäre Ausgaben aufschoben. Mit Blick auf die Zukunft dürften der Preisschub bei Energie und die durch den Krieg im Nahen Osten ausgelöste Unsicherheit die privaten Konsumausgaben belasten. Diese negativen Konsumeffekte könnten durch die robusten Bilanzen abgefedert werden, die die nach dem starken Inflationsanstieg im Jahr 2022 entstandenen Verluste beim realen Nettovermögen weitestgehend wettgemacht haben. Gleichwohl fallen die Verluste bei liquiden Vermögenswerten wie Einlagen noch immer hoch aus. Gleiches gilt für die privaten Haushalte am vermögensärmeren Ende der Verteilung, die in der Regel eine höhere marginale Konsumneigung aufweisen. Folglich könnte die dämpfende Wirkung der Bilanzen für die privaten Konsumausgaben dieses Mal geringer ausfallen als 2022.

Abbildung 6

Private Konsumausgaben und Sparquote; Verbrauchervertrauen, Geschäftserwartungen, Verbraucherunsicherheit und Einzelhandelsumsätze

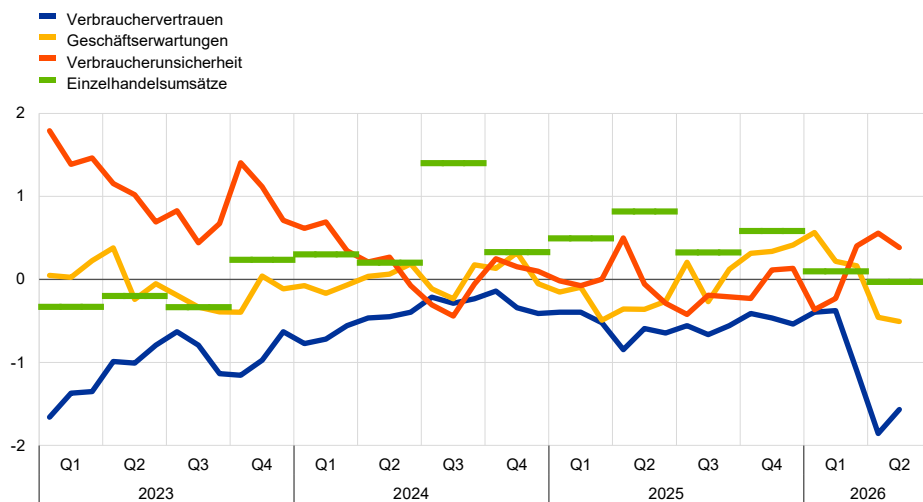
a) Private Konsumausgaben und Sparquote

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



b) Verbrauchervertrauen, Geschäftserwartungen, Verbraucherunsicherheit und Einzelhandelsumsätze

(standardisierte Salden in %; Einzelhandelsumsätze: Veränderung gegenüber 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 wirtschaftliche Unsicherheit der Verbraucher. 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 erste Quartal 2026 und in Grafik b auf das zweite Quartal 2026 (basierend auf April 2026) (Einzelhandelsumsätze) bzw. Mai 2026 (übrige Angaben).

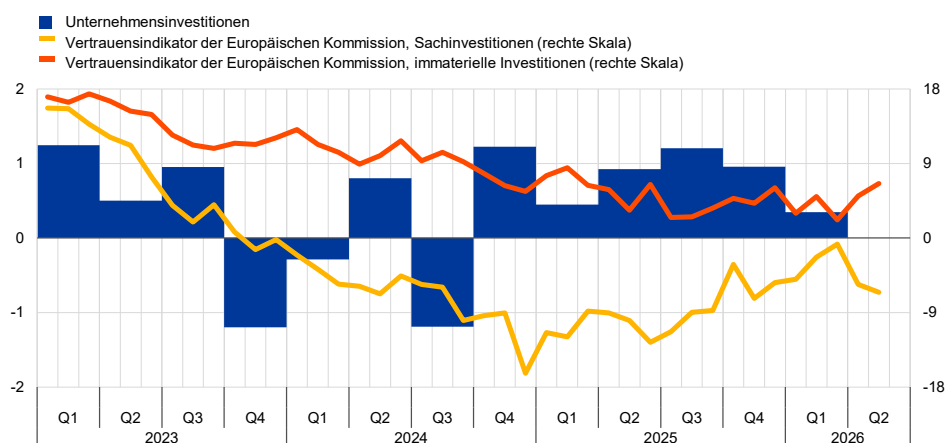
Die Unternehmensinvestitionen stiegen im ersten Quartal 2026 zwar moderat an, doch dürfte der Krieg im Nahen Osten im zweiten Quartal stärker negativ zu Buche schlagen. Die Investitionen ohne Bauten (ohne die volatilen Daten zu den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland) erhöhten sich im ersten Quartal dieses Jahres um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Positive Beiträge leisteten sowohl die immateriellen Investitionen als auch die Ausrüstungsinvestitionen (siehe Abbildung 7, Grafik a). Allerdings täuscht dieses aggregierte Ergebnis über eine erhebliche Heterogenität zwischen den Ländern hinweg, die selbst unter den größten Volkswirtschaften zu beobachten war. So verbuchte Deutschland im Quartalsvergleich einen Rückgang um 0,7 %, Italien hingegen ein Wachstum von 1,8 %. Was die weiteren Aussichten angeht, so dürften sich die Unternehmensinvestitionen im zweiten Quartal abschwächen, da die erhöhte kriegsbedingte Unsicherheit das Vertrauen im Investitionsgütersektor dämpft und den Output und die Produktionserwartungen bei Herstellern materieller und immaterieller Anlagegüter belastet. Im Einklang damit sank der EMI für den Auftragseingang in beiden Segmenten im Mai unter die Wachstumsschwelle. Solange der Krieg anhält, dürften sich die Abwärtsrisiken für die Investitionsaussichten im weiteren Jahresverlauf intensivieren. Die im März und April durchgeführte halbjährliche Investitionsumfrage der Europäischen Kommission signalisiert ein zwar schwaches, aber positives Jahreswachstum für 2026. Zum Zeitpunkt der Umfrage erwarteten die Unternehmen größtenteils nur vorübergehende kriegsbedingte Störungen. Sie hatten ihren Investitionsplänen für das Jahr die soliden Fundamentaldaten von vor dem Krieg zugrunde gelegt

(darunter steigende Unternehmensgewinne, gesunde Bilanzen und niedrige Schuldendienstquoten). Allerdings dürften mit Fortschreiten des Krieges die Abwärtsrisiken angesichts hoher Unsicherheit, eines schwächeren Nachfragewachstums, steigender Kosten und restriktiverer Finanzierungsbedingungen zunehmen. Dennoch bleiben die Rahmenbedingungen für eine Erholung der Unternehmensinvestitionen nach Beilegung des Konflikts intakt. Dazu zählen der anhaltende Digitalisierungsbedarf und höhere Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie die Unterstützung durch weitere Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ (siehe hierzu auch Abschnitt 6).

Abbildung 7
Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

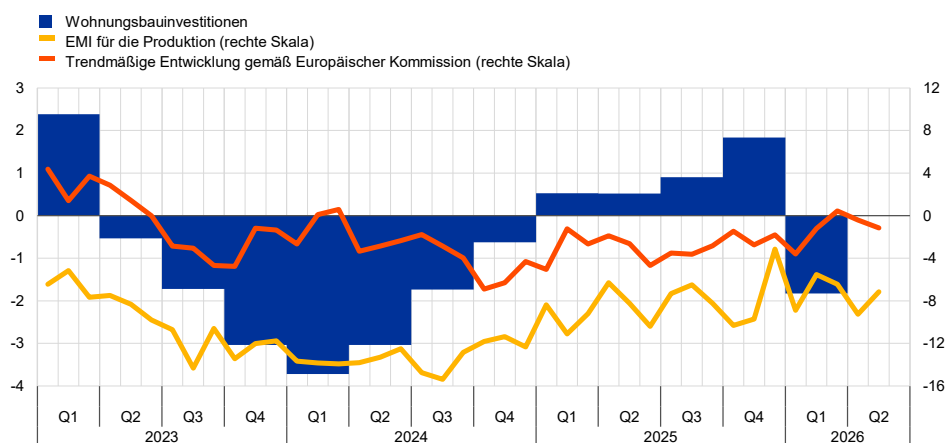
a) Unternehmensinvestitionen

(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 stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a) werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Bei den Vertrauensindikatoren bezieht sich „Sachinvestitionen“ auf den Investitionsgütersektor (d. h. auf die Hersteller von Ausrüstungen) und „immaterielle Investitionen“ auf den gewichteten Durchschnitt der Teilssektoren, die Investitionen im Zusammenhang mit geistigem Eigentum bereitstellen (d. h. Verlagswesen (NACE J58), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie (NACE J62) und Informationsdienstleistungen (NACE J63)). 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 abbildet, stellt den Wohnungsbau dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (Investitionen), Mai 2026 (EMI für die Produktion) bzw. Mai 2026 (Indikatoren der Europäischen Kommission).

Die Wohnungsbauinvestitionen gingen im ersten Quartal 2026 zwar deutlich zurück, dürften aber kurzfristig wieder ein positives Wachstum zeigen. Im ersten Quartal 2026 verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie in den vorangegangenen vier Quartalen zugelegt hatten (siehe Abbildung 7, Grafik b). Eine der Ursachen für diesen Rückgang waren die ungünstigen Witterungsbedingungen. Dies wird auch dadurch belegt, dass in der Umfrage der Europäischen Kommission ein ungewöhnlich hoher Anteil der Befragten im Hochbau und bei den spezialisierten Bautätigkeiten angab, in den ersten beiden Monaten des Jahres von wetterbedingten Einschränkungen betroffen gewesen zu sein. Da sich die Witterungsbedingungen im Vergleich zum ersten Quartal nun normalisiert haben, dürften die Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal wieder gestiegen sein. Diese Einschätzung wird auch durch den anhaltenden Aufwärtstrend bei den Baugenehmigungen für Wohngebäude untermauert. Sie lagen im Januar und Februar durchschnittlich 5 % über dem Durchschnitt des vierten Quartals 2025, was eine Verbesserung bei der Zahl der bereits geplanten Wohnungsbaumaßnahmen signalisiert. Gleichzeitig scheint der Krieg im Nahen Osten die Erholung der Wohnungsbauinvestitionen zu beeinträchtigen, da der Druck auf der Angebotsseite zunimmt und die Nachfrage zurückgeht. Nach Kriegsausbruch sanken die umfragebasierten Indikatoren, darunter der Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten der Europäischen Kommission und der EMI für die Produktion im Wohnungsbau. Die EMI-Daten deuten zudem darauf hin, dass sich der Kostendruck bei den Vorleistungen deutlich verschärft. Laut Umfrage der Europäischen Kommission beabsichtigen weniger private Haushalte, in den kommenden zwölf Monaten ein Eigenheim zu kaufen bzw. zu bauen oder dieses zu modernisieren. Diese Entwicklungen werden die kurzfristige Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen voraussichtlich belasten. Dennoch signalisieren die verfügbaren Indikatoren aktuell keinen erneuten Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen.

Nach einem positiven Ergebnis im ersten Quartal 2026 hat sich der Ausblick für die Exporte des Euroraums verschlechtert. Belastend wirkten hierbei der Dienstleistungssektor sowie die nachlassende Unterstützung des von Vorsichtsmotiven bestimmten Lageraufbaus. Die Gesamtausfuhren des Euroraums (ohne Irland) erhöhten sich im ersten Quartal 2026 um 0,7 %. Ausschlaggebend hierfür waren ein geringerer Rückgang der Warenexporte auf 0,1 % sowie ein robustes Wachstum bei den Dienstleistungsexporten (2,7 % gegenüber dem Vorquartal). Die Umfrageindikatoren für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes deuten auf einen Anstieg zu Beginn des zweiten Quartals hin. Teilweise ist hierfür der von Vorsichtsmotiven bestimmte Lageraufbau verantwortlich, der die Warenexporte im März gestützt hatte. Gleichzeitig sank der Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors so schnell wie seit Oktober 2023 nicht mehr. Dies hing mit einem besonders starken Rückgang des Auftragseingangs in den Sektoren Tourismus und Verkehr zusammen. Das Importwachstum im Euroraum stagnierte im ersten Quartal im Zuge gesunkener Einfuhren aus den Vereinigten Staaten. Unterdessen legten die Importe aus China weiter zu, während die Einfuhren aus anderen asiatischen Volkswirtschaften zurückgingen. Die Verschlechterung der Terms-of-Trade blieb im

ersten Quartal moderat, dürfte sich aber wieder verstärken, wenn die Preise für Energieimporte steigen und der Disinflationsdruck aus China nachlässt. So wird für 2026 ein maximaler Verlust von rund 0,4 % des BIP erwartet, verglichen mit 1,7 % des BIP im Jahr 2022.

Die wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum sind aufgrund der negativen Effekte des Krieges im Nahen Osten, der Blockade der Straße von Hormus und der erhöhten Ölpreisvolatilität weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet.

Einige der in den Projektionen vom März 2026 identifizierten Risiken sind inzwischen teilweise eingetreten: So sind die Ölpreise angestiegen, und es zeigen sich Engpässe in den Lieferketten. Zudem erwarten die Märkte mittlerweile, dass die Auswirkungen des Krieges länger anhalten werden.

In den Basisprojektionen wird davon ausgegangen, dass die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 0,8 %, 2027 bei 1,2 % und 2028 bei 1,5 % liegen wird. Das BIP-Wachstum wurde sowohl für 2026 als auch für 2027 leicht nach unten revidiert. Der Grund dafür sind die unerwartet starken Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten. Für 2028 hingegen wurde das Wachstum leicht nach oben angepasst, da diese Effekte nachlassen. Deutlich hiervon abweichende gesamtwirtschaftliche Ergebnisse sind jedoch möglich, wenn alternative Annahmen über das Ausmaß und die Dauer des Krieges im Nahen Osten und des Energiepreisschocks, über deren Auswirkungen auf das internationale Umfeld und die Unsicherheit sowie über die Übertragung dieser Auswirkungen im Wege indirekter Auswirkungen und Zweitrundeneffekte auf die Inflation getroffen werden. Zur Veranschaulichung dieser Unsicherheit haben die Fachleute drei alternative Szenarios ausgearbeitet: ein milderer, ein adverses und ein schwerwiegendes Szenario (siehe hierzu [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2026](#)).

Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum liegt 1,2 Prozentpunkte über dem mittelfristigen Zielwert des EZB-Rats von 2 %. Sie erhöhte sich im Mai 2026 auf 3,2 % nach 3,0 % im April, was auf einen Anstieg der Teuerung bei Energie und des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) zurückzuführen war; der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln ging hingegen zurück.⁵ Die HVPIX-Inflation nahm von 2,2 % im April auf 2,5 % im Mai zu. Ursächlich hierfür war eine höhere Teuerung bei Waren und Dienstleistungen. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind zuletzt etwas gestiegen. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verringerte sich im ersten Quartal 2026 auf 3,5 %, verglichen mit 3,7 % im Schlussquartal 2025.

Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 zufolge wird die Gesamtinflation 2026 im Schnitt bei 3,0 % liegen. Im Jahr 2027 dürfte sie auf 2,3 % und 2028 auf 2,0 % zurückgehen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2026 wurde die Gesamtinflation für 2026 und 2027 nach oben revidiert. Grund hierfür ist eine höhere Preisentwicklung bei Energie, der sich den Erwartungen nach in gewissem Maße auf die Teuerung bei Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen auswirken wird. Die Aufwärtsrisiken für die Inflation spiegeln die Folgen des Krieges im Nahen Osten wider. Da die Inflationsaussichten von der Intensität und der Dauer des Energiepreisschocks sowie vom Ausmaß seiner indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekte abhängen, wird die Basisprojektion durch aktualisierte illustrative Szenarios ergänzt, die im Rahmen der Projektionen vom Juni 2026 auf der Website der EZB veröffentlicht werden.⁶

Die HVPI-Inflation im Euroraum lag im Mai 2026 bei 3,2 % nach 3,0 % im April (siehe Abbildung 8). Grund für diesen Anstieg waren die höhere Teuerung bei Energie und die höhere HVPIX-Inflation, während der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln zurückging. Die jährliche Änderungsrate der Energiepreise stieg im Mai leicht auf 10,9 %, verglichen mit 10,8 % im April, was einen kräftigen aufwärtsgerichteten Basiseffekt widerspiegelt. Dagegen ging der Anstieg der Energiepreise im Vergleich zum Vormonat um 1,1 % zurück. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln sank von 2,4 % im April auf 2,0 % im Mai. Innerhalb der Komponente Nahrungsmittel verringerte sich der Preisanstieg im gleichen Zeitraum sowohl bei den verarbeiteten als auch bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln. Die jährliche Änderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel ging von 4,6 % auf 4,2 % zurück, während jene der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel von 1,6 % auf 1,1 % sank. Die HVPIX-Inflation nahm von 2,2 % im April auf 2,5 % im Mai zu, was auf einen Anstieg der Teuerung sowohl bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie als auch bei den Dienstleistungen zurückzuführen ist. Die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie erhöhte sich leicht von 0,8 % im April auf 0,9 % im Mai. Im gleichen Zeitraum stieg der Preisauftrieb bei Dienstleistungen von 3,0 %

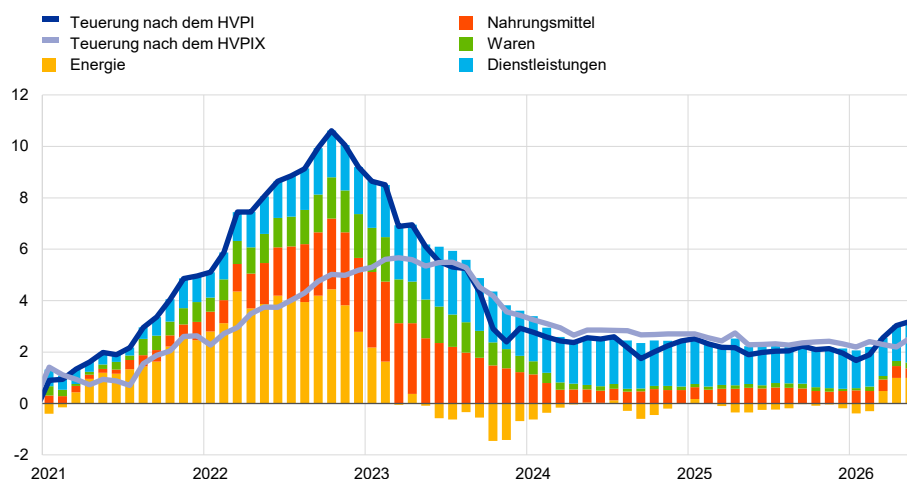
⁵ Stichtag für die in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 10. Juni 2026. Der vollständigen Datenveröffentlichung von Eurostat zur HVPI-Inflation vom 17. Juni 2026 zufolge lag die jährliche Inflation im Euroraum im Mai 2026 bei 3,2 %.

⁶ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2026.

auf 3,5 %. Obwohl noch keine detaillierte Aufschlüsselung vorliegt, spiegelt die Beschleunigung des Preisanstiegs bei Dienstleistungen wahrscheinlich einen höheren Preisdruck in den Bereichen Verkehr und Reisedienstleistungen wider, in denen die höheren Energiekosten tendenziell stärker weitergegeben werden.

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 Mai 2026 (Schnellschätzung).

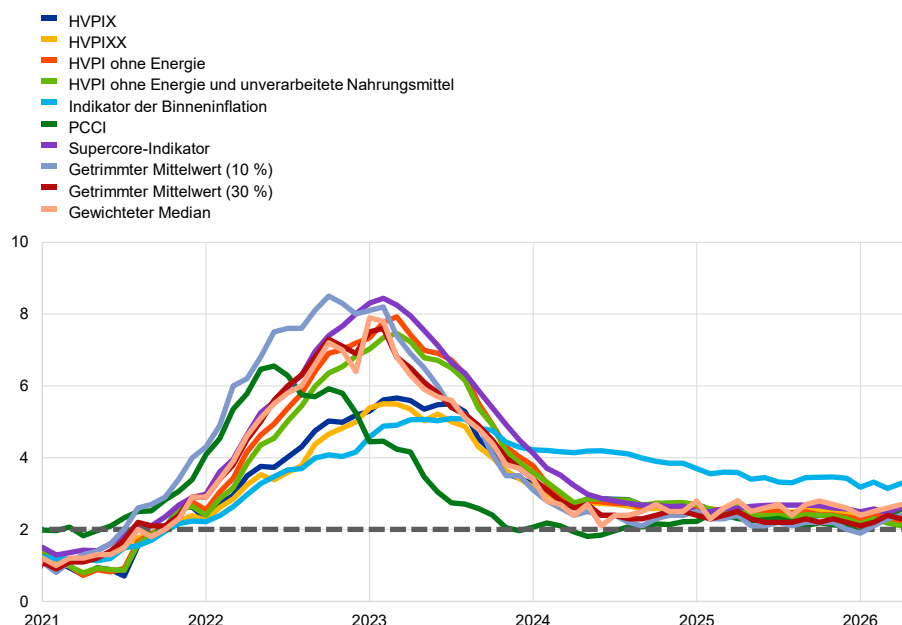
Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind zuletzt leicht gestiegen (siehe Abbildung 9).⁷ Nach gemischten Signalen im April 2026 erhöhten sich die verfügbaren ausschlussbasierten Messgrößen im Mai. Im April bewegten sich die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation in einer Spanne von 2,1 % bis 2,6 %, wobei alle modellbasierten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation einen Anstieg verzeichneten. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) lag im April bei 2,6 %, verglichen mit 2,4 % im März. Gleichzeitig stieg die PCCI ohne Energie von 2,2 % auf 2,3 %. Der Supercore-Indikator, der konjunkturresistente HVPI-Positionen umfasst, erhöhte sich im gleichen Zeitraum leicht von 2,5 % auf 2,6 %.

⁷ Die Ergebnisse der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation basieren nun auf der Europäischen Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs, Version 2 (ECOICOP 2). Diese enthält überarbeitete historische Gewichtungen; außerdem wurden Glücksspiele als neues Element in die Produktabdeckung des HVPI aufgenommen. Durch diese methodischen Änderungen hat sich die Vergleichbarkeit mit früheren Ergebnissen etwas verringert. Allerdings dürfte sich dies bei den Hauptaggregaten in Grenzen halten. Weitere Einzelheiten finden sich in Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Europäische Kommission, Luxemburg, 25. Februar 2026. Die Methodik zur Zusammenstellung des Supercore-Indikators wurde ebenfalls weiterentwickelt.

Abbildung 9

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

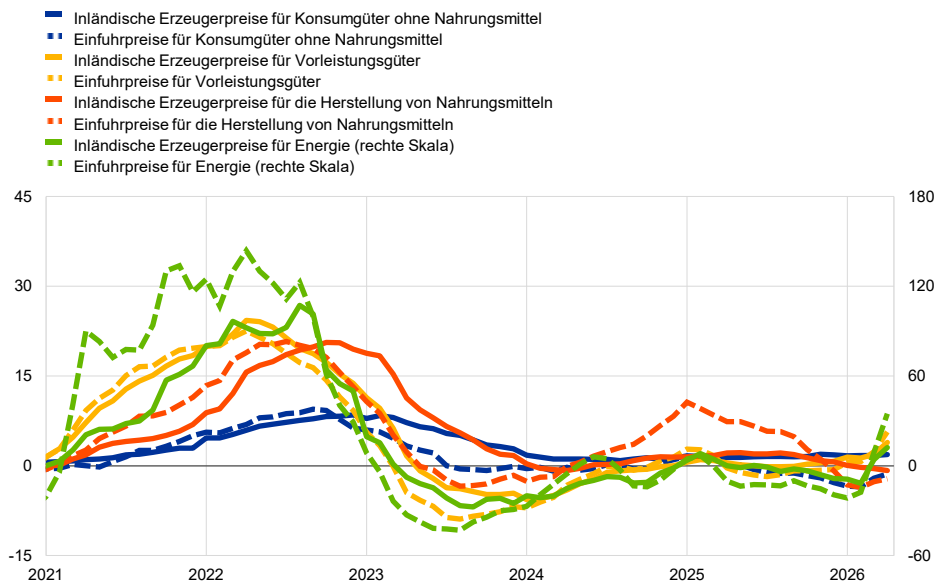
Anmerkung: Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % dar. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. HVPIXX ist der HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2026 (Schnellschätzung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

Die Indikatoren, die den Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette anzeigen, deuteten im April auf eine Verschärfung des Inflationsdrucks auf den meisten Stufen hin (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette erhöhte sich die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie deutlich von 4,0 % im März 2026 auf 12,3 % im April. Die Preise für Energieimporte vervierfachten sich und lagen im April bei 34,8 % nach 8,7 % im März. Aufgrund des starken Anstiegs der inländischen Erzeugerpreise und der Einfuhrpreise, die sprunghaft auf 3,9 % bzw. 5,7 % stiegen, bleibt der Preisdruck bei Vorleistungsgütern weiterhin hoch. Insgesamt signalisierten die Indikatoren des Preisdrucks auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette im Bereich der Konsumgüter einen stärkeren Inflationsdruck, denn die Änderungsraten sowohl der Einfuhrpreise (-1,4 %) als auch der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel (1,9 %) erhöhten sich. Zugleich war der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen bei Nahrungsmitteln weiterhin schwach. Bei verarbeiteten Nahrungsmitteln ging die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise weiter zurück und lag bei -0,8 %, womit sie den seit September 2025 anhaltenden allmählichen Abwärtstrend fortsetzte; jene der Einfuhrpreise erhöht sich dagegen seit März 2026 und betrug im April -2,2 % nach -3,6 % im Februar. Aufgrund des andauernden Krieges im Nahen Osten werden die Entwicklungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie der allgemeine Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen genau beobachtet.

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 April 2026.

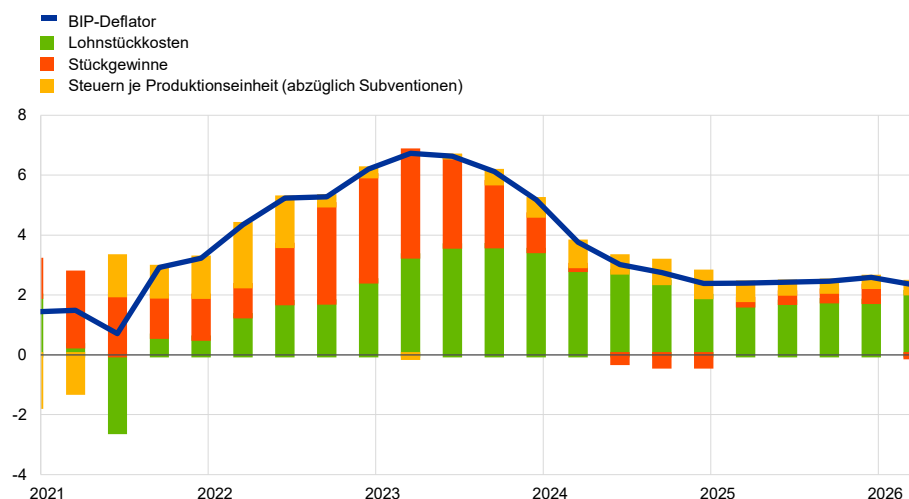
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck verringerte sich im ersten Quartal 2026 auf 2,3 %, nachdem er im Vorquartal bei 2,6 % gelegen hatte (siehe Abbildung 11). Darin spiegelt sich ein Rückgang der Beiträge der Stückgewinne (von 0,5 % auf -0,1 %) wider, während die Beiträge der Lohnstückkosten stiegen und jene der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) unverändert blieben. Der Anstieg der jährlichen Wachstumsrate der Lohnstückkosten (von 3,2 % auf 3,7 %) war auf einen Rückgang des Wachstums der Arbeitsproduktivität (von 0,5 % auf -0,2 %) zurückzuführen. Dies wurde jedoch teilweise durch einen Rückgang der Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (von 3,7 % auf 3,5 %) ausgeglichen. Der Rückgang war einer niedrigeren Wachstumsrate der Tarifverdienste zuzuschreiben, die sich von 2,9 % im vierten Quartal 2025 auf 2,5 % im ersten Quartal 2026 verringerte, und wurde teilweise durch einen höheren Beitrag der Lohndrift ausgeglichen, der sich im selben Zeitraum von 1,1 Prozentpunkten auf 1,4 Prozentpunkte erhöhte. Mit Blick auf die Zukunft legt der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der Daten zu Tarifabschlüssen bis Ende Mai 2026 berücksichtigt, nahe, dass der Druck auf die Tarifverdienste im ersten Halbjahr 2026 nachlassen wird und diese sich zum Ende des Jahres auf einem niedrigeren Niveau bei rund 2,6 % stabilisieren werden, verglichen mit 3,0 % im Jahr 2025.⁸ In den Projektionen vom Juni 2026 wird erwartet, dass die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 3,9 % im Jahr 2025 auf 3,2 % im Jahr 2026 zurückgehen und in den Jahren 2027 und 2028 in etwa auf diesem Niveau bleiben wird. Dies steht im

⁸ Weitere Einzelheiten finden sich in EZB, [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet auf stabilen Lohndruck bei den Tarifverdiensten im Jahr 2026 hin](#), Pressemitteilung vom 17. Juni 2026.

Einklang mit den Anzeichen eines nachlassenden Lohndrucks, die sich aus den jüngsten Daten und Tarifabschlüssen ergeben.

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 erste Quartal 2026.

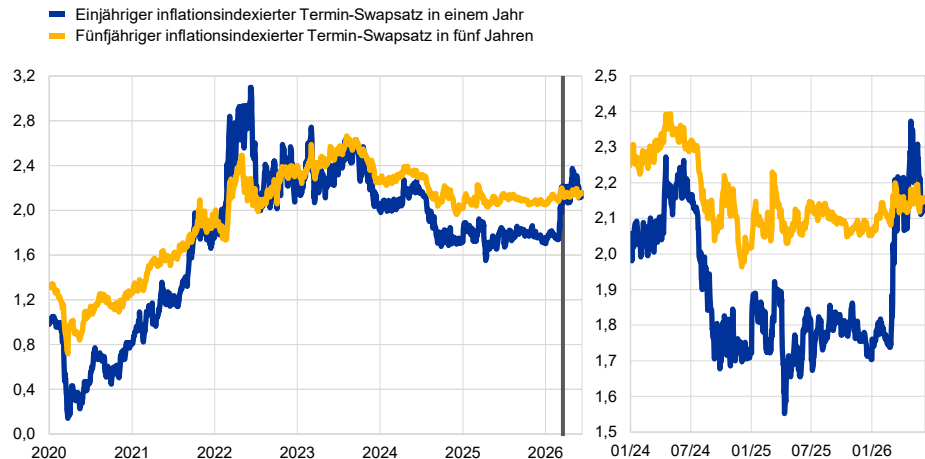
Im Berichtszeitraum vom 19. März bis zum 10. Juni 2026 haben sich die kurzfristigen marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs unter dem Strich kaum verändert, auch wenn während dieses Zeitraums aufgrund der Ölpreisschwankungen im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten eine erhebliche Volatilität zu verzeichnen war; die längerfristigen Inflationserwartungen blieben hingegen bei rund 2 % fest verankert (siehe Abbildung 12, Grafik a). Die Einschätzungen der Anleger in Bezug auf die kurzfristigen Inflationsaussichten gingen im Berichtszeitraum weit auseinander. Letztlich kehrten sie jedoch wieder in die Nähe des Niveaus zurück, das um den Zeitpunkt der Sitzung des EZB-Rats im März 2026 herum zu beobachten war, denn die Ölpreise gaben im Mai angesichts der Hoffnung auf ein Friedensabkommen zur Beendigung des Krieges im Nahen Osten nach. Zum Ende des Berichtszeitraums war der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr mit 2,2 % nur geringfügig erhöht. Bei den mittleren und längeren Laufzeiten zeigten die Messgrößen des Inflationsausgleichs ein relativ stabiles Muster: Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren blieb im Berichtszeitraum weitgehend unverändert bei rund 2,2 %. Bereinigt um die Inflationsrisikoprämien (d. h. die Renditeaufschläge, die von den Anlegern für die Übernahme des Risikos verlangt werden, dass künftige Inflationsergebnisse von den Inflationserwartungen abweichen könnten) lagen die marktbasierten Messgrößen der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen noch näher am Inflationsziel von 2 %. Laut dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2026 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) für April 2026 beliefen sich der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin auf 2 %.

Abbildung 12

Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs und Inflationserwartungen der Verbraucher

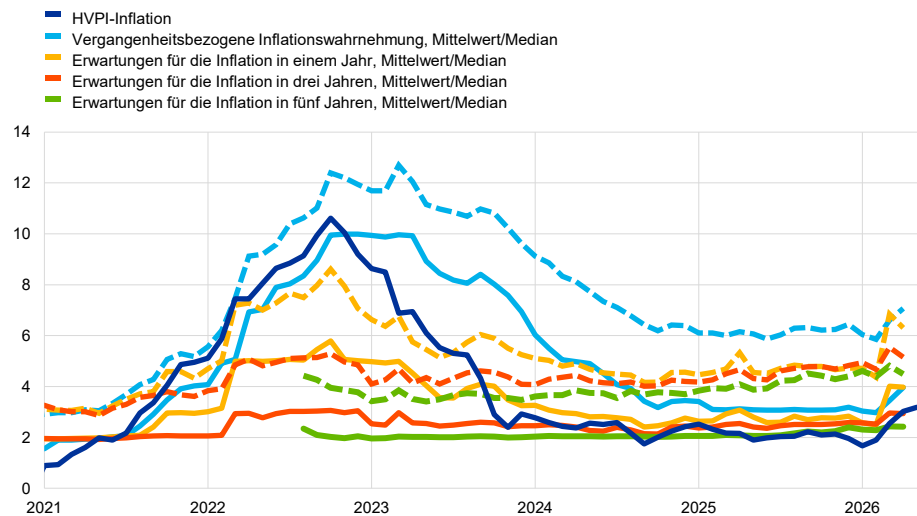
a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG), Eurostat, EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über zwei verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 19. März 2026. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. Juni 2026 (Grafik a), Mai 2026 (Grafik b, Schnellschätzung der HVPI-Inflation) und April 2026 (Grafik b, alle anderen Indikatoren).

Die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher haben sich im April 2026 weitgehend seitwärts bewegt, während sich die vergangenheitsbezogene Inflationswahrnehmung erhöhte (siehe Abbildung 12, Grafik b). Der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für April 2026 zufolge lag der Median der in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation bei 4,0 % gegenüber 3,5 % im März.⁹ Der Median der Inflationserwartungen für die

⁹ Die Datenerhebung für die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für April 2026 endete am 4. Mai 2026.

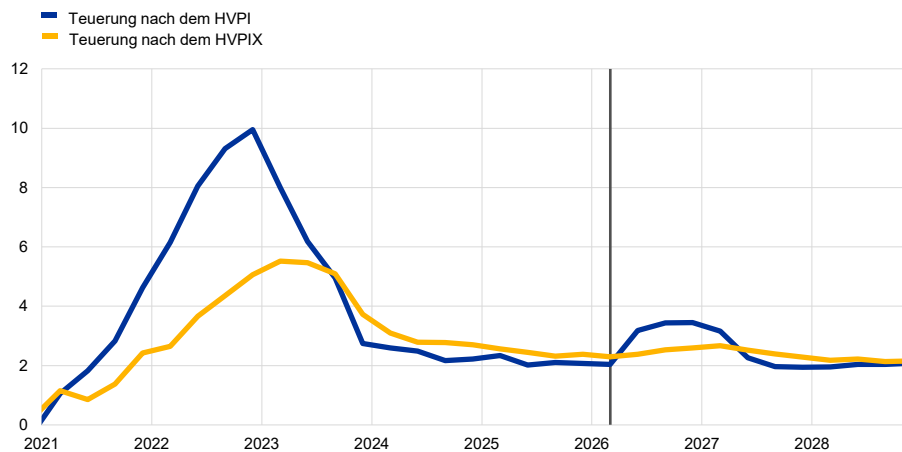
kommenden zwölf Monate blieb stabil bei 4,0 %, wohingegen sich der Median der Erwartungen bezüglich der Inflation in drei Jahren von 3,0 % im März leicht auf 2,9 % verringerte. Der Median der Erwartungen bezüglich der Inflation in fünf Jahren lag unverändert bei 2,4 %.

Laut den Projektionen vom Juni 2026 wird die Gesamtinflation von 2,1 % im Jahr 2025 auf 3,0 % im Jahr 2026 steigen, bevor sie 2027 auf 2,3 % sinken und 2028 dann wieder auf 2,0 % zurückkehren wird (siehe Abbildung 13). Die am HVPI gemessene Gesamtinflation dürfte im dritten und vierten Quartal 2026 einen Höchstwert von 3,4 % erreichen und bis Anfang 2027 oberhalb von 3 % verharren. Ausschlaggebend hierfür ist ein sprunghafter Anstieg der Teuerung bei Energie infolge des Konflikts im Nahen Osten. Den Projektionen zufolge wird sie im zweiten Quartal 2027 deutlich auf 2,3 % zurückgehen und sich mittelfristig bei rund 2,0 % stabilisieren. Sinkende Preise für Energierohstoffe, wie sie in den Terminpreisen zum Ausdruck kommen, sowie ausgeprägte Basiseffekte lassen darauf schließen, dass der Preisauftrieb bei Energie nachlassen und sich 2027 ins Negative kehren dürfte, bevor er 2028 aufgrund der Einführung des EU-Emissionshandelssystems 2 (EU-EHS2) wieder leicht steigen dürfte. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln wird sich laut den Projektionen auf kurze Sicht erhöhen, bevor sie im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums in Richtung 2 % zurückgeht. Der HVPIX dürfte Anfang des Jahres 2027 auf einen Höchststand von 2,7 % steigen, was in erster Linie auf eine deutliche Zunahme der Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie zurückzuführen ist. Den Projektionen zufolge wird er sich ab dem zweiten Quartal des Jahres abschwächen und im Jahr 2028 bei 2,2 % liegen. Verglichen mit den Projektionen vom März 2026 wurde die HVPI-Gesamtinflation für 2026 um 0,4 Prozentpunkte und für 2027 um 0,3 Prozentpunkte nach oben revidiert. Für 2028 wurde sie um 0,1 Prozentpunkte nach unten angepasst. Die HVPIX-Inflation wurde in Anbetracht des höheren Preisauftriebs bei Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen ohne Energie für 2026, 2027 und 2028 um 0,2, 0,3 bzw. 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Angesichts der Unsicherheit in Bezug auf den Krieg im Nahen Osten und dessen Auswirkungen auf die Energiepreise und die Konjunktur werden die Projektionen durch eine Reihe aktualisierter illustrativer Szenarios ergänzt, die sich in Bezug auf drei wesentliche Aspekte unterscheiden: das Ausmaß des Energiepreisschocks, den Grad an Unsicherheit und die Stärke der Transmission dieses Schocks auf die Preise ohne Energie.

Abbildung 13

Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2026.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (historische Daten) bzw. das vierte Quartal 2028 (Projektionen). Die Projektionen vom Juni 2026 wurden am 27. Mai 2026 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 21. Mai 2026. Sowohl die historischen als auch die projizierten Daten für die Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

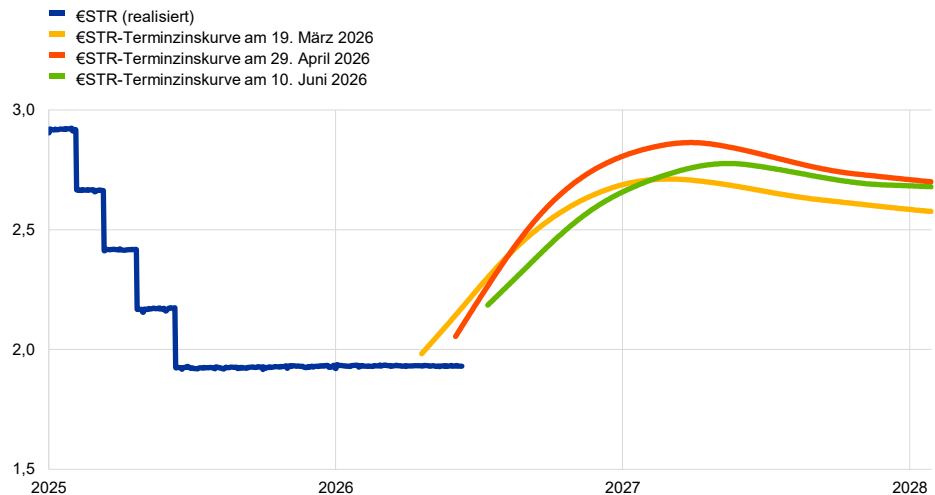
Die Finanzmärkte im Euroraum wiesen im Berichtszeitraum (19. März 2026 bis 10. Juni 2026) eine erhöhte Volatilität auf, da die Marktteilnehmer die Entwicklung des Krieges im Nahen Osten und seine wirtschaftlichen Folgen immer wieder neu bewerteten. Die risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen stiegen in der ersten Hälfte des Berichtszeitraums, als der Konflikt die Ölpreise auf ihren höchsten Stand seit Juni 2022 trieb. Im späteren Verlauf gaben sie aber im Großen und Ganzen wieder nach, da aufkeimende Hoffnungen auf ein Friedensabkommen die Energiepreise wieder etwas sinken ließen. Die Terminkurve des Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) preiste am Ende des Berichtszeitraums kumulierte Leitzinsanhebungen von rund 70 Basispunkten bis Ende 2026 ein, was gegenüber dem am 19. März eingepreisten Wert nur eine geringe Veränderung darstellt. Die langfristigen risikofreien Zinssätze waren dagegen am Ende des Berichtszeitraums höher als zu Beginn. Die Staatsanleihemärkte des Euroraums erwiesen sich allgemein als widerstandsfähig; die Renditen entwickelten sich weitgehend parallel zu den risikofreien Zinssätzen. Die Aktien des Euroraums verzeichneten angesichts einer soliden Berichtssaison beträchtliche Gewinne, vor allem im Technologie- und Finanzsektor. Allerdings entwickelten sie sich schwächer als ihre Pendants in den Vereinigten Staaten, die stärker von der Aktienrallye im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) profitierten. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verengten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich. An den Devisenmärkten blieb der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar (+0,4 %) als auch in handelsgewichteter Rechnung (-0,1 %) weitgehend stabil.

Angesichts der Volatilität aufgrund des anhaltenden Kriegs im Nahen Osten zeigten die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum im Berichtszeitraum unter dem Strich kaum Veränderungen. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze stiegen hingegen an (siehe Abbildung 14). Der

Referenzzinssatz €STR lag am Ende des Berichtszeitraums bei 1,93 %, nachdem der EZB-Rat auf seinen Sitzungen am 19. März und 30. April 2026 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Überschussliquidität sank um etwa 148 Mrd. € auf 2 216 Mrd. €. Dies geschah in erster Linie vor dem Hintergrund der anhaltenden Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren. Die kurzfristigen Terminalsätze stiegen in der Zeit zwischen den beiden EZB-Ratssitzungen an und erreichten am 29. April einen Höchststand. Grund hierfür war die Besorgnis über eine mögliche Eskalation des Krieges im Nahen Osten. Im weiteren Verlauf gaben sie wieder nach, als Hoffnungen auf ein Ende der Spannungen im Nahen Osten aufkeimten und die Energiepreise weltweit sanken. Am Ende des Berichtszeitraums implizierte die €STR-Terminzinssatzkurve kumulierte Zinsanhebungen von rund 70 Basispunkten bis zum Jahresende, was in etwa dem am 19. März eingepreisten Wert entsprach. Blickt man über das Jahr 2026 hinaus, waren die €STR-Terminzinssätze am Ende des Berichtszeitraums gegenüber März leicht gestiegen. Der zehnjährige nominale OIS-Satz stieg insgesamt um fast 15 Basispunkte auf rund 2,9 %.

Abbildung 14
€STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



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

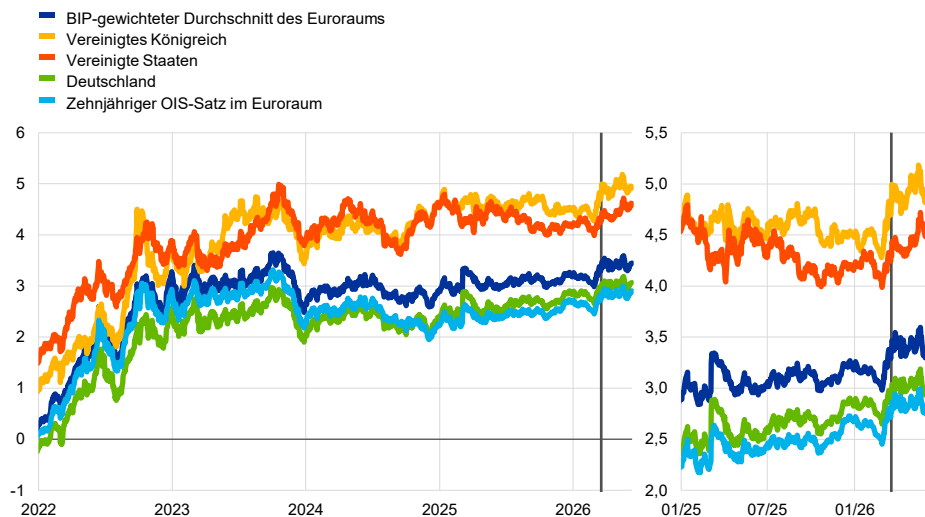
Anmerkung: Die Terminzinskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum stiegen im Berichtszeitraum insgesamt leicht an, und die Abstände gegenüber den risikofreien Zinssätzen änderten sich kaum; stärker verschuldete Länder wiesen eine gewisse Volatilität auf (siehe Abbildung 15 und 16). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Eurogebiet erhöhte sich leicht auf rund 3,5 % am Ende des Berichtszeitraums. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum bewegten sich weitgehend im Gleichlauf mit dem risikofreien OIS-Satz, während die nationalen Unterschiede bei den Renditeabständen von Staatsanleihen zu risikofreien Zinssätzen auf einem historisch niedrigen Niveau verharrten. Staaten, die von dem im Nahen Osten verursachten Energieschock besonders betroffen sind oder höher verschuldet sind, verzeichneten im Verlauf des Berichtszeitraums eine etwas höhere Volatilität. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg um rund 30 Basispunkte auf 4,6 %. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich unterlagen während des Berichtszeitraums deutlichen Schwankungen und erreichten Werte von über 5,0 %; am Ende des Zeitraums waren sie mit 4,9 % etwa 10 Basispunkte höher als zu Beginn.

Abbildung 15

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

(in % p. a.)



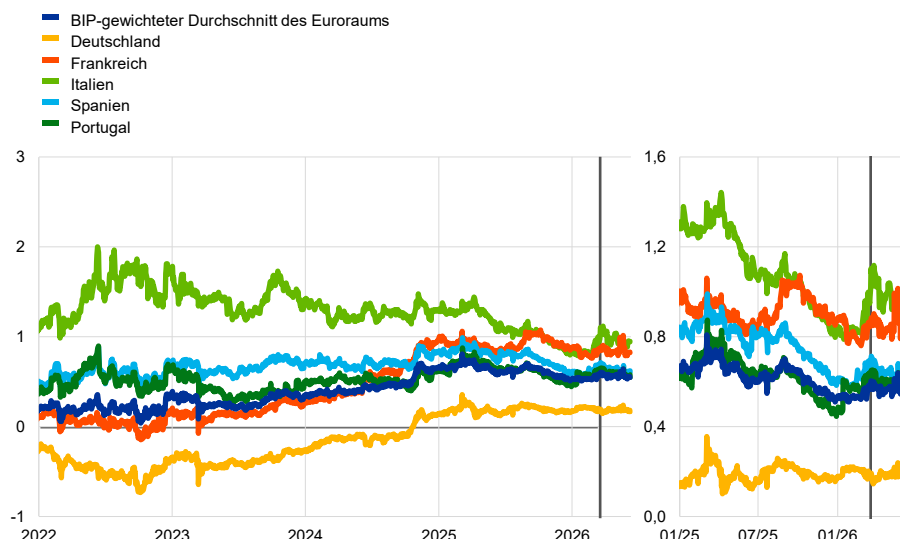
Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 19. März 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. Juni 2026.

Abbildung 16

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

(in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 19. März 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. Juni 2026.

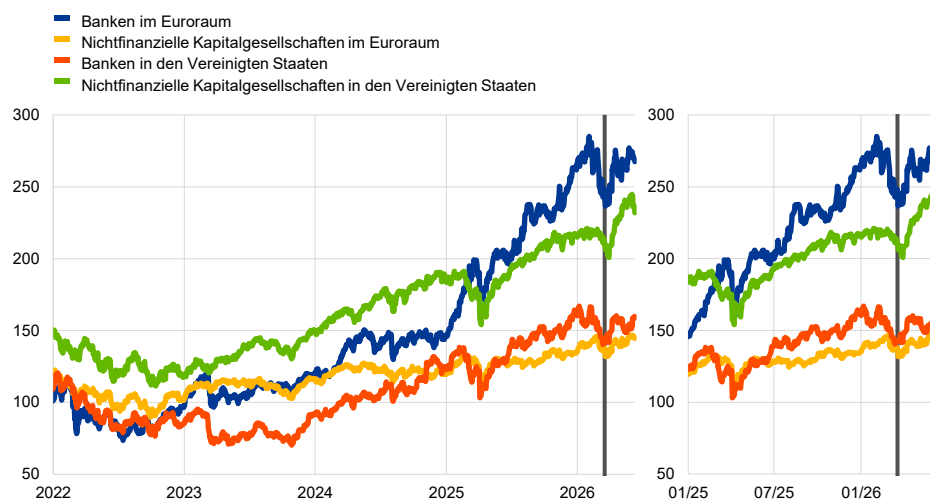
Die Aktien des Euroraums erholten sich im Verlauf des Berichtszeitraums und konnten die im ersten Monat des Nahostkriegs verzeichneten Verluste wieder wettmachen, da sich die Unternehmensgewinne weiterhin als robust erwiesen und die Risikobereitschaft nach Ankündigung der Waffenruhe vom 8. April zunahm (siehe Abbildung 17). Die Aktienmärkte des Euroraums legten im

Berichtszeitraum um insgesamt 7,7 % zu. Der Teilindex für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg dabei um 7,5 %, die Aktienkurse von Banken um 11 %. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich der marktbreite Aktienindex um 10 %. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die Banken verzeichneten dabei Zuwächse um 10,4 % bzw. 11,5 %. Börsennotierte Unternehmen beiderseits des Atlantiks vermeldeten insbesondere im Technologiesektor solide Ergebnisse, was den Optimismus in Bezug auf den weltweiten Ausbau der KI-Infrastruktur weiter stärkte. Allerdings sorgten optimistische Erwartungen hinsichtlich des langfristigen Gewinnwachstums bei KI-Unternehmen in den Vereinigten Staaten dafür, dass US-Aktien besser abschnitten als ihre Pendants im Euroraum.

Abbildung 17

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 2. Januar 2020 = 100)



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

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 19. März 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. Juni 2026.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verringerten sich im Verlauf des Berichtszeitraums sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment und kehrten wieder auf ihr Vorkriegsniveau zurück. Die geringeren Renditeabstände von

Unternehmensanleihen aus dem Euroraum spiegelten wider, dass die Risikobereitschaft, die nach Kriegsbeginn zunächst abgenommen hatte, inzwischen wieder größer war. Im Hochzinssegment war die Verengung der Renditeabstände mit etwa 40 Basispunkten am stärksten. Im Investment-Grade-Segment verkleinerten sich die Abstände sowohl bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch bei Finanzunternehmen um rund 10 Basispunkte.

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

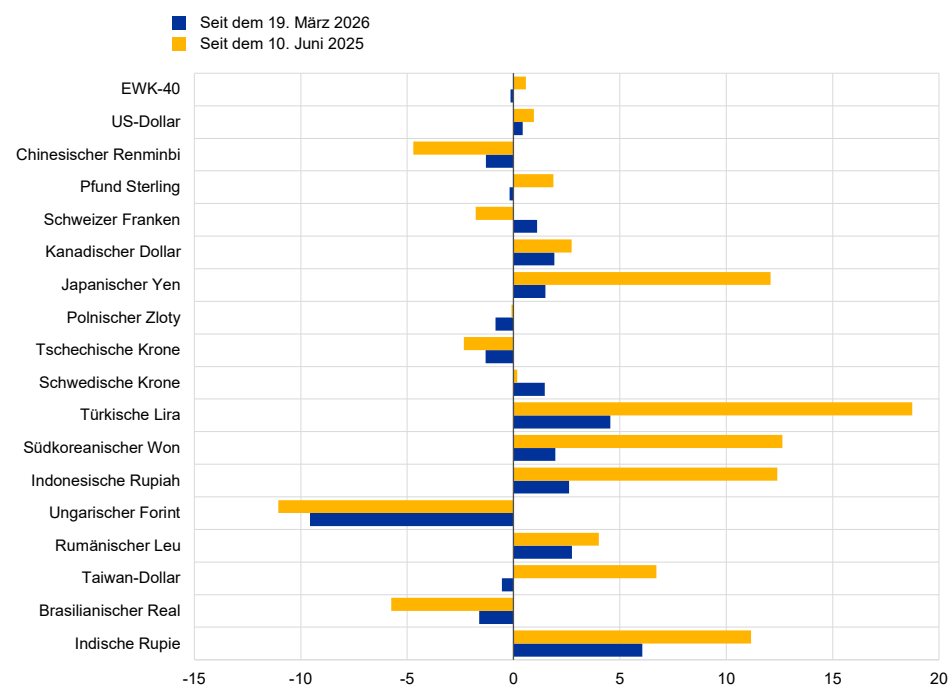
nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, blieb im Berichtszeitraum mit einem Minus von 0,1 % größtenteils stabil. Gegenüber dem US-Dollar war der Euro kaum verändert und pendelte sich am Ende des Zeitraums mit einem Plus von 0,4 % bei

1,15 US-Dollar je Euro ein. Hatte der Euro gegenüber dem US-Dollar nach Kriegsbeginn im Nahen Osten zunächst etwas verloren, erholte er sich allmählich wieder nach Vereinbarung der Waffenruhe Anfang April. Er gab später erneut nach, da die Unsicherheit rund um ein mögliches Friedensabkommen anhielt, was die Energiepreise weiterhin unter Aufwärtsdruck setzte. Seither wird das Währungspaar in einer engen Bandbreite von 1,15-1,18 US-Dollar je Euro gehandelt. Der Euro verbuchte ein Plus von 1,5 % gegenüber dem japanischen Yen, der sich im gesamten Zeitraum stetig abschwächte und sich nur zeitweise nach Devisenmarktinterventionen der japanischen Behörden erholte. Gegenüber dem ungarischen Forint verlor der Euro nach den Parlamentswahlen in Ungarn indes an Boden (-9,6 %) und wertete auch gegenüber dem brasilianischen Real (-1,6 %) und dem chinesischen Renminbi (-1,3 %) ab.

Abbildung 18

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 10. Juni 2026.

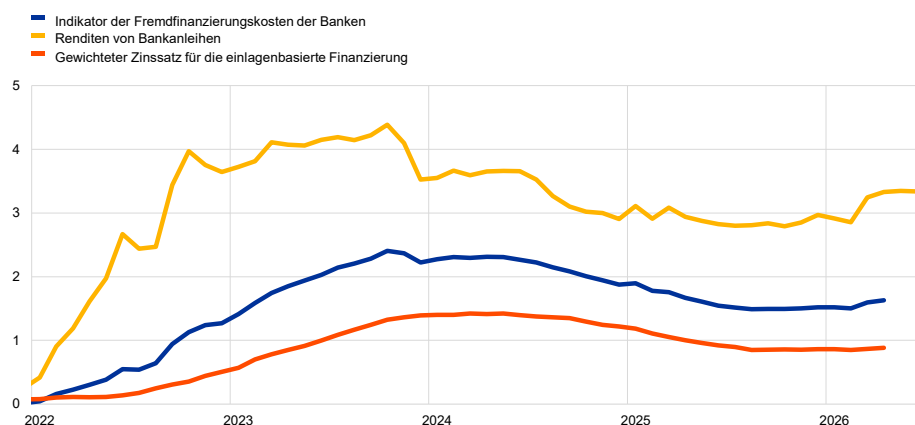
Nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte verschärft. Im April verharren die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen bei 3,6 %, und die Hypothekarzinsen blieben konstant bei 3,4 %. Im Berichtszeitraum vom 19. März bis zum 10. Juni 2026 veränderten sich die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kaum. Dagegen verteuerte sich die Finanzierung über Eigenkapital, wozu sowohl eine steigende Aktienrisikoprämie als auch höhere risikofreie Zinssätze beitrugen. Die Wachstumsrate der Unternehmenskredite erhöhte sich im April weiter auf 3,4 %, während das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte mit 3 % stabil blieb. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sank unterdessen auf 2,7 %.

Die Finanzierungskosten der Banken stiegen nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten leicht an. Die relativ verhaltene Zunahme des Indikators der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum (von 1,5 % im Februar auf 1,6 % im April; siehe Abbildung 19) war vor allem auf die Entwicklung der risikofreien Zinssätze zurückzuführen. Nach Beginn des Krieges im Nahen Osten am 28. Februar erhöhten sich die Renditen von Bankanleihen um rund 70 Basispunkte. Bis Ende April flachte sich der Anstieg allerdings wieder ab. Der gewichtete Zinssatz für Einlagen blieb im April mit 0,9 % stabil. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Sparkonten blieben ebenso wie die Interbankenzinssätze unverändert. Dagegen stiegen die Zinssätze für Termineinlagen gegenüber März geringfügig an.

Abbildung 19

Indikator der Finanzierungskosten der Banken im Euroraum

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken entspricht dem Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist, Termineinlagen und Anleihen sowie der Kreditaufnahme am Interbankenmarkt (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken und gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung) bzw. den 10. Juni 2026 (Renditen von Bankanleihen).

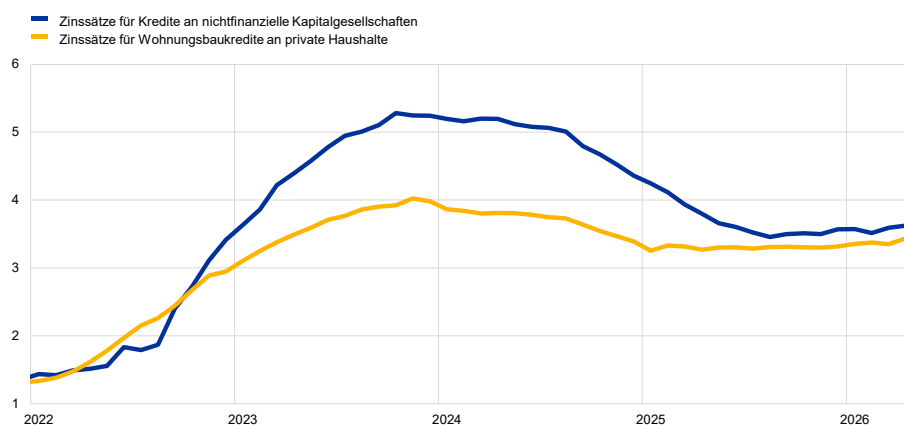
Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen erhöhten sich nach Kriegsbeginn im Nahen Osten insgesamt leicht; Gleiches gilt für die Zinssätze für Kredite an

private Haushalte (siehe Abbildung 20). Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahmen im April um 11 Basispunkte gegenüber Februar zu und beliefen sich auf 3,6 %. Damit lagen sie etwa 170 Basispunkte unter ihrem im Oktober 2023 verzeichneten Höchststand. Die Zinssätze für Kredite mit einer mittelfristigen Zinsbindung (zwischen einem Jahr und fünf Jahren) erhöhten sich. Für Kredite mit kürzeren Zinsbindungsfristen (weniger als ein Jahr) und längerer Zinsbindung (mehr als fünf Jahre) blieben sie hingegen nahezu unverändert. Der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und große Kredite an Unternehmen war weiterhin gering und blieb im Großen und Ganzen unverändert. Gegenüber Februar erhöhten sich die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im April geringfügig um 7 Basispunkte auf 3,4 %. Damit lagen sie etwa 60 Basispunkte unter ihrem im November 2023 verzeichneten Höchststand. Die leichte Verteuerung der Wohnungsbaukredite ergab sich aus einem Anstieg der Zinssätze über alle Zinsbindungsfristen hinweg, wobei sich die Zinsen für mittel- und längerfristige Kredite stärker erhöhten als jene für kurzfristige Kredite.

Abbildung 20

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

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

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

Während des Berichtszeitraums vom 19. März bis zum 10. Juni 2026

veränderten sich die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der Unternehmen kaum. Die Finanzierung über Eigenkapital verteuerte sich hingegen.

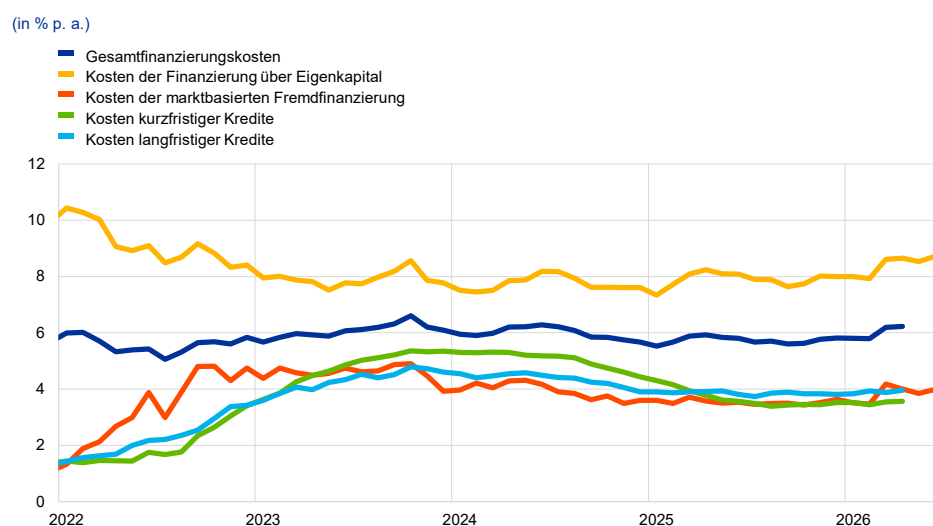
Im April 2026 lagen die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) den zweiten Monat in Folge bei 6,2 % (siehe Abbildung 21).¹⁰ Nachdem sich die Finanzierung über Eigenkapital im März erheblich verteuert hatte, stiegen die Kosten für diese Finanzierungsart im April weiter. Die Auswirkungen auf die Gesamtfinanzierungskosten, die sich aus diesem Anstieg und einer gleichzeitigen

¹⁰ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis April 2026 vor.

Verteuerung der langfristigen Bankkredite im April ergaben, wurden durch die Verbilligung der marktbasierten Fremdfinanzierung ausgeglichen. Ausschlaggebend für diese Verbilligung waren geringere Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen. Im gesamten Berichtszeitraum blieben die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung nahezu konstant. Zu verdanken war dies den geringeren Renditeabständen von Unternehmensanleihen, die die höheren risikofreien Zinssätze aufwogen (siehe Abschnitt 4). Die gestiegenen Kosten der Finanzierung über Eigenkapital sind vor allem auf eine höhere Aktienrisikoprämie zurückzuführen. Die steigenden langfristigen risikofreien Zinssätze trugen ebenfalls dazu bei – wenn auch in geringerem Umfang.

Abbildung 21

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte) sowie der Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), gewichtet anhand ihrer jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 10. Juni 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite auf April 2026 (Monatswerte).

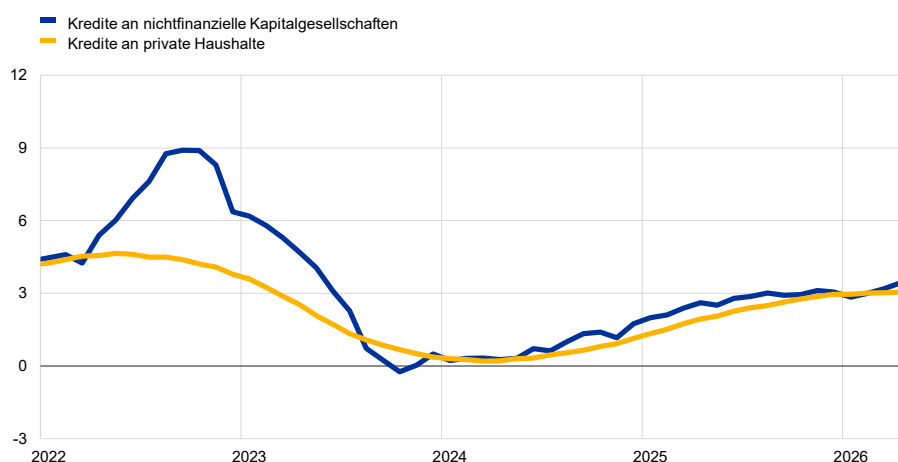
Das Wachstum der Unternehmenskredite beschleunigte sich im April weiter, während jenes der Kreditvergabe an private Haushalte unverändert blieb (siehe Abbildung 22).

Seit Ausbruch des Krieges im Nahen Osten hat die Außenfinanzierung der Unternehmen weiter zugenommen, vor allem aufgrund der Aufnahme kurz- und mittelfristiger Bankkredite und der wieder anziehenden Nettoemission von Schuldverschreibungen. Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Unternehmen stieg von 3,2 % im März auf 3,4 % im April, blieb jedoch weiter deutlich unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,3 %. Unterdessen stieg das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung von Unternehmen von 3,4 % im März auf 3,7 % im April. Im Januar hatte es noch bei 2,8 % gelegen. Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an private Haushalte blieb indes im April stabil bei 3,0 % und lag damit ebenfalls unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,1 %. Gestützt wurde das Wachstum der Kreditvergabe an private

Haushalte vor allem durch einen starken Zuwachs bei den Konsumentenkrediten und in geringerem Maße bei den Wohnungsbaukrediten. Dagegen nahm die Vergabe sonstiger Kredite an private Haushalte – darunter auch an Einzelunternehmen – weiterhin nur schwach zu. Der jüngsten [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom April 2026 zufolge hat der Krieg im Nahen Osten die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich des Kreditzugangs negativ beeinflusst. Damit waren die Erwartungen im April so angespannt wie zuletzt auf dem Höhepunkt des letzten Zinserhöhungszyklus im Dezember 2023.

Abbildung 22
MFI-Kredite im Euroraum

(Veränderungen 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 April 2026.

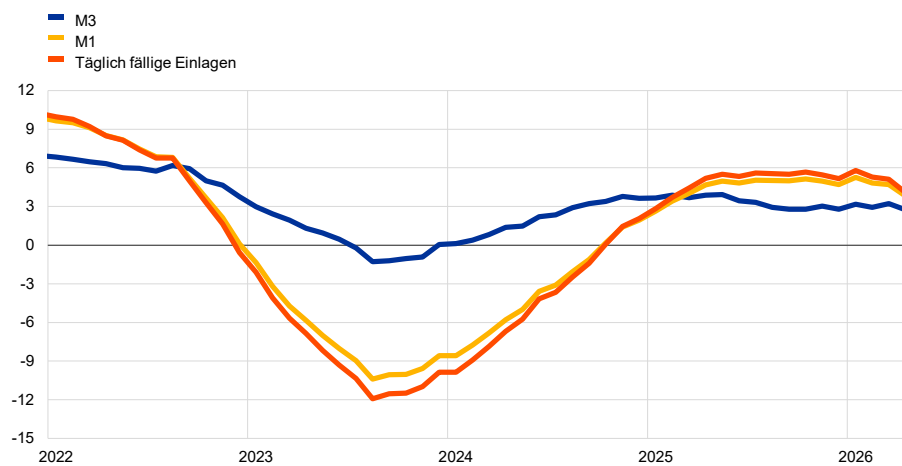
Vor dem Hintergrund beträchtlicher Abflüsse bei den Einlagen von Nichtbank-Finanzintermediären war die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 im April rückläufig (siehe Abbildung 23). Die

Jahreswachstumsrate von M3 sank von 3,2 % im März auf 2,7 % im April. Sie kehrte damit wieder auf das Niveau zurück, das über weite Teile des zweiten Halbjahres 2025 verzeichnet worden war, und lag deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt von 5,2 % seit Anfang 1999. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, die die liquidesten Komponenten von M3 (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) umfasst, verringerte sich von 4,7 % im März auf 3,8 % im April. Dies geschah vor dem Hintergrund beträchtlicher Abflüsse bei den Einlagen von Nichtbank-Finanzintermediären, durch die die Zuflüsse des Vormonats rückgängig gemacht wurden. Bei den Gegenposten leistete die Kreditvergabe der Banken einen positiven Beitrag zur Geldschöpfung. Indes wurde das Wachstum der Geldmenge M3 durch monetäre Abflüsse aus dem Euroraum ins Ausland und durch die Bilanzverkürzung des Eurosystems gedämpft.

Abbildung 23

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026.

Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2026, dass das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum nach 2,9 % des BIP im Jahr 2025 im laufenden Jahr erheblich auf 3,6 % steigen und 2027 einen Höchststand von 3,7 % erreichen wird. Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte 2026 gelockert, 2027 und 2028 aber wieder gestrafft werden. Die für das laufende Jahr projizierte Lockerung ist vor allem staatlichen Investitionen und Fiskaltransfers zuzuschreiben. Die Ausweitung der Investitionen spiegelt hauptsächlich hohe Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie für Projekte im Rahmen von Next Generation EU (NGEU) wider. Die restriktive fiskalische Ausrichtung der Jahre 2027 und 2028 geht in erster Linie auf nichtdiskretionäre Faktoren zurück. Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte ansteigen und 2028 einen Stand von 90 % erreichen. Hierfür ausschlaggebend sind die anhaltenden Primärdefizite und positiven Deficit-Debt-Adjustments, die die günstigen – wenngleich nachlassenden – Effekte der Zins-Wachstums-Differenzen überwiegen. Am 3. Juni veröffentlichte die Europäische Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters ihr Frühjahrspaket 2026. Sie schlägt vor, Maßnahmen zur Stärkung der Energiesicherheit und Verringerung der Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen in die bestehende Flexibilität des haushaltspolitischen Rahmens einzubeziehen.

Den aktuellen Projektionen zufolge wird sich der Finanzierungssaldo im Euroraum verschlechtern, sodass das Defizit 2027 einen Höchststand erreichen und deutlich über dem Referenzwert von 3 % liegen wird (siehe Abbildung 24).¹¹ Im Zeitraum von 2024 (3,0 % des BIP) bis 2025 (2,9 % des BIP) hatte es sich noch leicht verringert. Laut Projektionen wird es 2026 deutlich auf 3,6 % des BIP steigen, 2027 mit 3,7 % des BIP einen Höchststand erreichen und 2028 geringfügig auf 3,6 % zurückgehen. Die Verschlechterung des Finanzierungssaldos im Projektionszeitraum spiegelt größtenteils den stetigen Anstieg der Zinsausgaben wider. Weitere Ursachen für den stärkeren Anstieg des Haushaltsdefizits im Jahr 2026 sind der expansive Fiskalkurs – gemessen am konjunkturbereinigten Primärsaldo ohne NGEU-Transfers – und eine leichte Verschlechterung der Konjunkturkomponente infolge der Entwicklung der Produktionslücke.¹² Die Konjunkturkomponente dürfte sich auch noch 2027 leicht verschlechtern und damit zur Erhöhung des Defizits beitragen. Im Jahr 2028 dürfte sich die Entwicklung dieser Komponente umkehren, sodass sie im Verbund mit der projizierten fiskalischen Straffung wohl zu einer leichten Verbesserung des Finanzierungssaldos führen wird. Im Vergleich zu den Projektionen vom März 2026, die von Fachleuten der EZB erstellt wurden, fällt die Defizitquote für 2025 nun

¹¹ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2026.

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

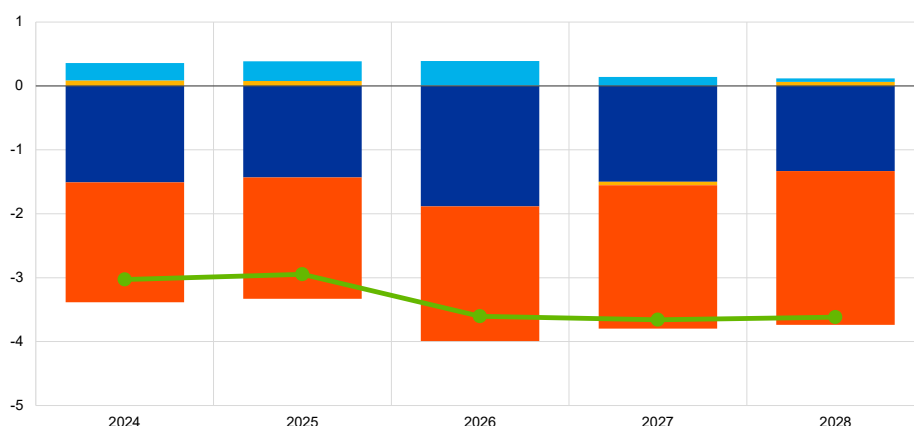
0,1 Prozentpunkte niedriger und für 2026 0,2 Prozentpunkte höher aus. Die Projektion für 2027 und 2028 ist weitgehend unverändert geblieben.

Abbildung 24

Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)

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



Quellen: EZB-Berechnungen und [Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#) vom Juni 2026.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 21 Euro-Länder.

Nach einer leichten Straffung im Jahr 2025 dürfte der fiskalische Kurs im Euroraum 2026 gelockert werden. In den Jahren 2027 und 2028 dürfte er etwas gestrafft werden. Die Lockerung im Jahr 2026 dürfte 0,5 % des BIP betragen und vor allem auf höhere staatliche Investitionen und Transfers an private Haushalte zurückzuführen sein. Der Anstieg bei den Investitionen ist höheren Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Deutschland und einer Reihe anderer, kleinerer Länder sowie NGEU-finanzierten Ausgaben zuzuschreiben. Die letztgenannten dürften in den Folgejahren jedoch wieder größtenteils umgekehrt werden. Die für 2027 und 2028 projizierte fiskalische Straffung geht vor allem auf nichtdiskretionäre Faktoren zurück; besonders ins Gewicht fallen hier die kalte Progression und die Entkopplung der Steuerbemessungsgrundlagen vom BIP.¹³ Verglichen mit den Projektionen vom März 2026 wird nun für 2026 mit einer expansiveren und für 2027 mit einer ähnlich restriktiven fiskalischen Ausrichtung gerechnet. Die Projektion für 2028 ist unverändert geblieben. Die Revisionen spiegeln vor allem die neue energiebezogene Unterstützung wider, die die Regierungen seit Beginn des Nahostkriegs in Form befristeter Maßnahmen beschlossen haben und die sich auf rund 0,1 % des BIP beläuft. Zum Tragen kommen auch die Konsumausgaben des Staates.

Die Schuldenquote im Euroraum dürfte im Projektionszeitraum ansteigen und 2028 einen Stand von 90 % erreichen (siehe Abbildung 25). Ihre deutliche

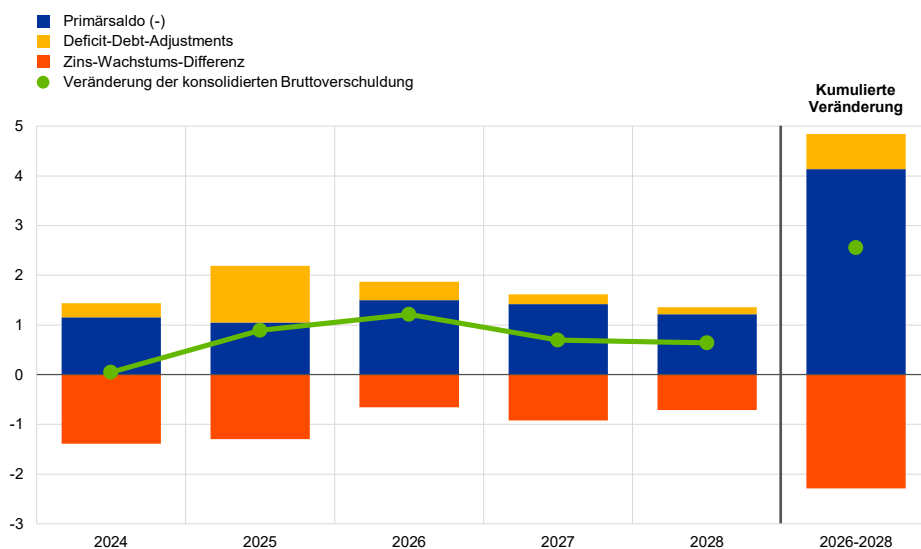
¹³ Die kalte Progression bezeichnet den Anstieg des Einkommensteueraufkommens, der entsteht, wenn nominale Steuerbemessungsgrundlagen wachsen, die Parameter eines progressiven Steuersystems jedoch nicht entsprechend angepasst werden.

Verringerung im Zeitraum von 2021 bis 2023 war nahezu ausschließlich durch günstige Zins-Wachstums-Differenzen bedingt und endete 2024. Nunmehr wird damit gerechnet, dass sie von 87,4 % im Jahr 2025 auf 90,0 % im Jahr 2028 steigen wird. Hierin schlagen sich die anhaltenden Primärdefizite und geringen, aber durchweg positiven Deficit-Debt-Adjustments nieder. Nur zum Teil ergeben sich gegenläufige Effekte in Form der noch günstigen – wenngleich sinkenden – Zins-Wachstums-Differenzen. Die Schuldenquote wurde gegenüber den vorherigen Projektionen im gesamten Zeitraum nach oben revidiert, was vor allem auf ungünstigere Zins-Wachstums-Differenzen und höhere Defizit-Debt-Adjustments zurückzuführen ist.

Abbildung 25

Veränderung der staatlichen Schuldenquote im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026.

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

Am 3. Juni veröffentlichte die Europäische Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters ihr Frühjahrspaket 2026.¹⁴

Bislang hat der Rat der EU die Aktivierung der nationalen Ausweichklausel für 14 Euro-Länder gebilligt, wobei Spaniens Antrag während der Ratstagung am 12. Juni stattgegeben wurde.¹⁵ Ferner stellte der Rat das Defizitverfahren gegen Malta ein. Die Kommission kommt zu dem Schluss, dass die sich in einem Defizitverfahren befindenden Euro-Länder¹⁶ wirksame Maßnahmen ergriffen haben; dabei hat sie gegebenenfalls auch die Flexibilität berücksichtigt, die den Ländern im Rahmen der nationalen

¹⁴ Zu weiteren Einzelheiten siehe [Europäisches Semester 2026: Frühjahrspaket](#).

¹⁵ Die nationale Ausweichklausel ist aktiv für Belgien, Bulgarien, Deutschland, Estland, Griechenland, Spanien, Kroatien, Lettland, Litauen, Österreich, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland. Weitere Informationen zur [nationalen Ausweichklausel für Verteidigungsausgaben](#) sind auf <https://www.consilium.europa.eu/de/policies/national-escape-clause-for-defence-expenditure-nec/%23which> - [which](#) der Website des Rates abrufbar.

¹⁶ Derzeit sind dies Belgien, Frankreich, Italien, Österreich, die Slowakei und Finnland. Laut Kommission wird Italien das übermäßige Defizit voraussichtlich 2026 und damit unter Einhaltung der vom Rat gesetzten Frist korrigieren.

Ausweichklausel eingeräumt wurde. Sie erwägt, gegen Bulgarien ein Defizitverfahren einzuleiten. Des Weiteren schlägt die Kommission vor, Maßnahmen, die die strukturelle Widerstandsfähigkeit des europäischen Energiesystems stärken und die Abkehr von fossilen Brennstoffen beschleunigen, in die bestehende Flexibilität des haushaltspolitischen Rahmens einzubeziehen. Konkret soll der Anwendungsbereich der nationalen Ausweichklausel auf die befristeten Maßnahmen zur Verringerung der Abhängigkeit von importierten fossilen Brennstoffen ausgeweitet werden, während die gegenwärtige Flexibilität für Verteidigungsausgaben beibehalten wird. Laut Kommission könnte innerhalb der nach der Ausweichklausel derzeit geltenden Flexibilitätsgrenze von bis zu 1,5 % des BIP für zusätzliche Verteidigungsausgaben eine gesonderte jährliche Obergrenze von 0,3 % des BIP für die Entlastungsmaßnahmen im Energiebereich im Zeitraum 2026-2028 anwendbar sein. Für denselben Zeitraum gäbe es eine kumulative Obergrenze von 0,6 % des BIP.

Kästen

1 Welche Auswirkungen hat KI auf das Beschäftigungswachstum in den Vereinigten Staaten?

Isabella Moder und Til Pommer

Weltweit setzen immer mehr Unternehmen KI-Tools ein. Welche Auswirkungen dies auf die Arbeitsmärkte hat, wird auf breiter Ebene diskutiert.¹ Das Potenzial von KI, für Disruptionen an den Arbeitsmärkten zu sorgen, könnte beachtlich sein. Die Auswirkungen auf die Beschäftigung insgesamt scheinen sich bislang jedoch in Grenzen zu halten. Dennoch gibt es zunehmend Hinweise darauf, dass sich KI negativ auf die Beschäftigung bestimmter beruflicher Teilgruppen auswirkt, so etwa auf junge Beschäftigte in stark betroffenen Berufen.² Im vorliegenden Kasten wird der Einfluss von KI auf das Beschäftigungswachstum in den letzten Jahren untersucht. Der Fokus liegt auf den Vereinigten Staaten, wo sich derartige Effekte schon früher bemerkbar gemacht haben dürften als in anderen großen Volkswirtschaften. Dies liegt daran, dass in den USA einige der fortschrittlichsten Unternehmen ihren Sitz haben, die Vorreiter bei der Nutzung von KI waren. Zudem ist der Arbeitsmarkt des Landes relativ flexibel.

Wie der aktuellen Literatur zu diesem Thema zu entnehmen ist, kann sich KI sowohl positiv als auch negativ auf das Beschäftigungswachstum auswirken. Ein etabliertes, von Acemoglu und Restrepo (2018) entwickeltes Schema unterscheidet hierbei zwischen den positiven Effekten neuer Technologien auf das Beschäftigungswachstum, die sich aus einer höheren Produktivität ergeben, und den negativen Effekten eines Arbeitsplatzabbaus. Die Gesamtauswirkung auf die Beschäftigung eines Landes hängt dabei vom jeweiligen Ausmaß der positiven und negativen Effekte ab. Eine empirische Bewertung der Auswirkungen von KI auf die Beschäftigung ist in dieser frühen Phase schwierig (Lane, 2026). Hampole et al. (2025) zeigen, dass sich in den USA aus einem unternehmensweiten Einsatz von KI positive Beschäftigungseffekte ergeben; dahinter verbergen sich jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Berufsgruppen. Vorläufige Anhaltspunkte für die Europäische Union lassen darauf schließen, dass Unternehmen durch die Einführung von KI-Technologien höhere Produktivitätsgewinne verzeichnen, ohne dass dadurch auf kurze Sicht Arbeitskräfte ersetzt werden (Aldasoro et al., 2026). Dies steht im Einklang mit den jüngsten Ergebnissen aus Umfragen der EZB, wonach Unternehmen mit einem hohen KI-Einsatz oder hohen Investitionen in KI eher zusätzliche Beschäftigte einstellen (Lebastard und Sondermann, 2026).

¹ Der Schwerpunkt dieses Kastens liegt auf den nachfrageseitigen Arbeitsmarkteffekten der Einführung von KI. Mögliche angebotsseitige Beschäftigungszuwächse – etwa die Schaffung von Arbeitsplätzen im Zusammenhang mit Investitionen in KI und dem KI-Einsatz – werden hier nicht explizit erfasst.

² Eine Analyse der Beschäftigtenzahlen in den USA findet sich beispielsweise in Brynjolfsson et al. (2025). Lambert und Schindler (2026) hinterfragen indessen die Feststellung, dass generative KI junge Arbeitskräfte ersetzt. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Einfluss von generativer KI stark mit einem anderen pandemiebedingten Schock korreliert, nämlich der Arbeit im Homeoffice.

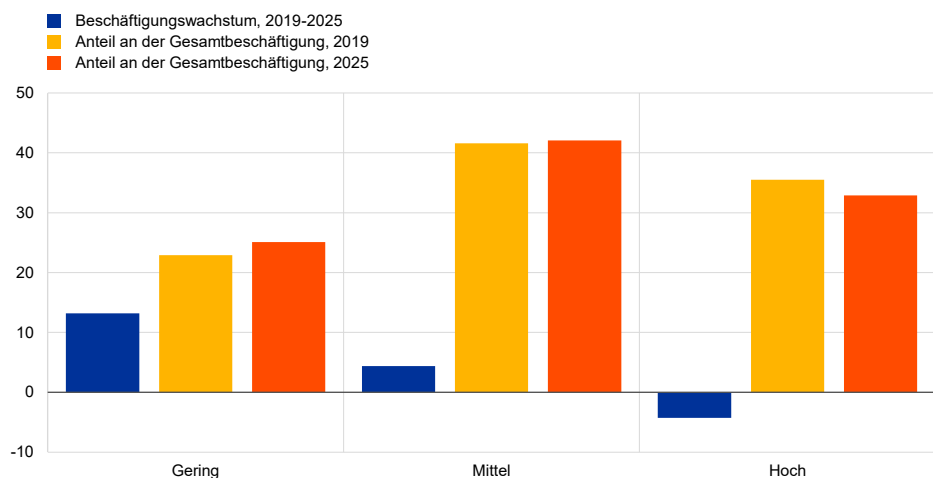
In den Vereinigten Staaten ist die Zahl der Arbeitsplätze in Berufen mit einem hohen Risiko der Substitution durch KI in den vergangenen Jahren gesunken.

Für die Analyse wird jeder Beruf in eine von drei Kategorien eingruppiert: Berufe mit geringem, mittlerem bzw. hohem Risiko der Substitution durch KI. Dabei wird ein von Pizzinelli et al. (2023) konzipierter Index zur Messung des Substitutionsrisikos verwendet.³ Wird nun für jede dieser Kategorien das durchschnittliche Beschäftigungswachstum in den USA berechnet, so zeigt sich, dass die Beschäftigung in Berufen mit einem hohen Risiko der Substitution durch KI (z. B. Wirtschaftswissenschaftler und Grafikdesigner) im Zeitraum von 2019 bis 2025 im Schnitt um mehr als 4 % zurückgegangen ist (siehe Abbildung A).⁴ Demgegenüber stieg die Beschäftigung in Berufen mit einem geringen Substitutionsrisiko (z. B. Elektriker oder Lehrkräfte an weiterführenden Schulen) in der gleichen Zeitspanne um 13 %. Die Zusammensetzung der Beschäftigung in den Vereinigten Staaten hat sich also verändert. Der Anteil der Arbeitsplätze mit geringem Substitutionsrisiko an der gesamten Beschäftigung in den USA nahm von 23 % auf 25 % zu. Zugleich sank der Anteil der Arbeitsplätze mit einem hohen Substitutionsrisiko von 35 % auf 33 %.

Abbildung A

Beschäftigungswachstum und Anteil von Berufen nach Risiko der Substitution durch KI an der Gesamtbeschäftigung in den Vereinigten Staaten

(in %)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) und EZB-Berechnungen.

³ Pizzinelli et al. (2023) passen einen gängigen Index an, der von Felten et al. (2021) entwickelt wurde, sodass dieser die Komplementarität zwischen den einzelnen Berufen und KI berücksichtigt. Dabei wird angenommen, dass eine geringere Komplementarität eines Berufs mit KI bei gleichzeitig hoher Exponiertheit gegenüber KI ein höheres Risiko einer Substitution durch KI und damit eines Arbeitsplatzverlusts mit sich bringt. So sind zum Beispiel Softwareentwickler und Informatiklehrkräfte gemäß diesem erweiterten Index KI in gleichem Maße ausgesetzt. Da KI sich den Aufgaben von Lehrkräften gegenüber jedoch eher komplementär verhält, diese also ergänzt, besteht für diese ein geringeres Risiko des Arbeitsplatzverlusts als für Softwareentwickler. Pizzinelli et al. bezeichnen ihren Index als „komplementaritätsangepasste Exponiertheit von Berufen gegenüber KI“. In diesem Kasten wird er verkürzt als „Risiko der Substitution durch KI“ bezeichnet. Zu beachten ist auch, dass der Begriff KI hier nicht nur große Sprachmodelle (Large Language Models) umfasst, sondern auch andere bereits zuvor bestehende Anwendungen wie die Bilderkennung und die automatisierte Übersetzung.

⁴ Da der Fokus auf den jüngsten Entwicklungen liegt, wird das letzte Jahr vor der Pandemie (2019) als Basisjahr für die Untersuchung herangezogen. Allerdings dürfte KI bereits vor 2019 Einfluss auf den Arbeitsmarkt in den USA gehabt haben.

Eine empirische Analyse bestätigt, dass KI am US-Arbeitsmarkt bereits zu einer Reallokation von Arbeitsplätzen geführt hat. Die Auswirkungen des Risikos der Substitution durch KI auf das Beschäftigungswachstum werden anhand der oben erläuterten Eingruppierung beruflicher Tätigkeiten nach Ausmaß des KI-Substitutionsrisikos geschätzt. Bei der Analyse wird ein Differenz-von-Differenzen-Ansatz verwendet. Die Auswirkungen des berufsspezifischen Risikos der Substitution durch KI auf das Beschäftigungswachstum im betreffenden Beruf werden für jedes Jahr (2020-2025) separat geschätzt und dem Basisjahr (2019) gegenübergestellt. Die Schätzung enthält auch eine Konstante sowie sektorspezifische fixe Effekte, die den Teilsektoren gemäß der dreistelligen Klassifizierung der Wirtschaftszweige (North American Industry Classification System – NAICS) entsprechen; darüber hinaus wird verschiedenen Schocks (z. B. der Corona-Pandemie), sektorspezifischen Entwicklungen und unbeobachteten Heterogenitäten Rechnung getragen.⁵ Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass es eine zunehmende Divergenz zwischen dem Beschäftigungswachstum in Berufen mit einem hohen Risiko der Substitution durch KI und jenen mit einem geringen Substitutionsrisiko gibt (siehe Abbildung B).⁶ Unter sonst gleichen Bedingungen war in der Zeit von 2019 bis 2025 das Beschäftigungswachstum in Berufen mit einem hohen Substitutionsrisiko rund 15 Prozentpunkte niedriger als in Berufen mit einem geringen Substitutionsrisiko. Dies steht im Einklang mit Studien, denen zufolge sich KI auf das Beschäftigungswachstum in bestimmten beruflichen Teilgruppen auswirkt. Alles in allem sind die Auswirkungen von KI auf die Beschäftigung insgesamt bislang noch immer uneindeutig. Dessen ungeachtet kommt die vorliegende Untersuchung zu dem Ergebnis, dass KI seit 2019 das Beschäftigungswachstum verschiedener Berufsgruppen in den USA unterschiedlich beeinflusst hat.⁷ Dieser Einfluss hat sich mit der Einführung von ChatGPT Ende 2022 noch verstärkt.

⁵ Beispielsweise könnte es zu einem Rückgang der Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe kommen, der nicht durch KI, sondern durch andere strukturelle Entwicklungen wie etwa eine Produktionsverlagerung ins Ausland bedingt ist. Da einige Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe mit einem hohen Risiko der Substitution durch KI konfrontiert sind (z. B. die Lagerverwaltung oder die Kommissionierung), könnte ein solcher Jobabbau fälschlicherweise auf KI zurückgeführt werden.

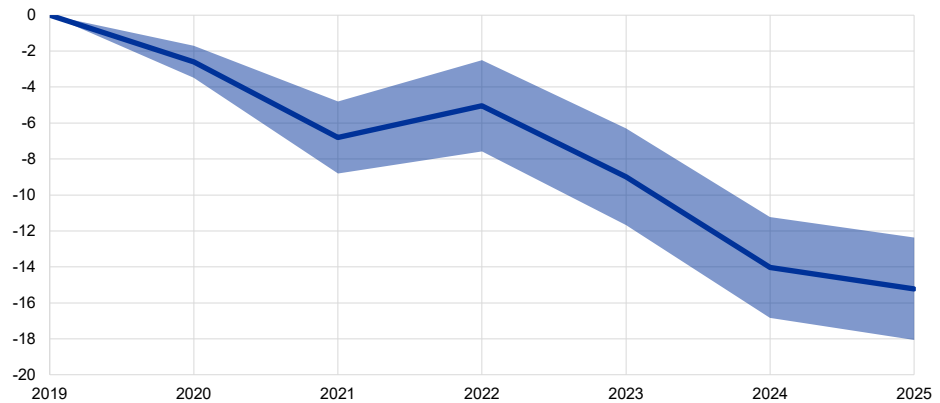
⁶ Zu beachten ist dabei, dass im hier verwendeten Schema nicht explizit berücksichtigt wird, ob die Unternehmen tatsächlich KI-Instrumente einsetzen.

⁷ Massenkoff und McCrory (2026) haben eine ähnliche Analyse für die Arbeitslosenquoten in den USA durchgeführt. Laut dieser Untersuchung gab es keinen signifikanten Anstieg der Arbeitslosigkeit bei Beschäftigten in den am stärksten durch eine Substitution gefährdeten Branchen. Dies könnte auch auf eine Reallokation von Arbeitsplätzen innerhalb des Arbeitsmarkts in den Vereinigten Staaten hindeuten.

Abbildung B

Auswirkungen von KI auf das Beschäftigungswachstum in den Vereinigten Staaten – Unterschied zwischen Berufen mit hohem und geringem Substitutionsrisiko

(in Prozentpunkten)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Linie stellt den geschätzten relativen Einfluss der Exponiertheit gegenüber KI auf das Beschäftigungswachstum für jedes Jahr im Vergleich zu 2019 dar. Bei dem Modell wird ein Differenz-von-Differenzen-Ansatz verwendet. Die Auswirkungen des berufsspezifischen Risikos der Substitution durch KI auf das Beschäftigungswachstum im betreffenden Beruf werden für jedes Jahr (2020-2025) separat geschätzt und dem Basisjahr (2019) gegenübergestellt. Die obersten und untersten 1 % des Beschäftigungswachstums wurden winsorisiert, um den Einfluss von Ausreißern zu begrenzen. Das Modell enthält auch eine Konstante sowie sektorspezifische fixe Effekte, die den Teilspektoren gemäß der dreistelligen NAICS-Klassifizierung entsprechen. Um den Unterschied zwischen einem hohen und einem geringen Risiko der Substitution durch KI aufzeigen zu können, wurden die Ergebnisse reskaliert. Der schattierte Bereich stellt das Konfidenzintervall von 95 % dar.

Der unterschiedlich starke Einfluss von KI auf das Beschäftigungswachstum hat sich noch nicht in deutlichen Unterschieden beim Lohnwachstum niedergeschlagen.

Wie auch bei den Beschäftigungseffekten wird der Einfluss von KI auf die Löhne und die Ungleichheit zwar in der Literatur heftig diskutiert, empirische Belege sind jedoch kaum vorhanden. Unter Rückgriff auf die schon oben angewandte Methodik zeigt eine Analyse des mittleren Wachstums der Stundenlöhne nach Beruf, dass das Risiko der Substitution durch KI seit 2019 keinen signifikanten Einfluss auf das Lohnwachstum hatte (siehe Abbildung C).⁸ Im weiteren Verlauf könnten die Einkommenseffekte deutlicher ausfallen, wenn sich der Arbeitsmarkt weiter anpasst und sich die generativen Fähigkeiten der KI-Tools immer weiter verbessern.⁹

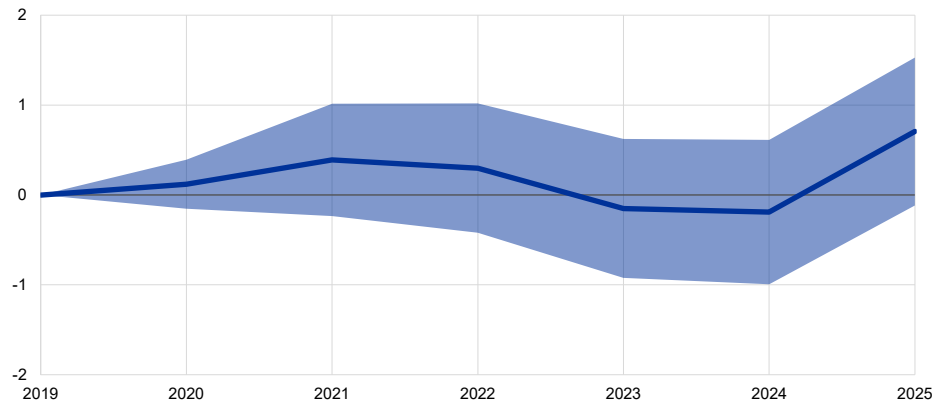
⁸ Der Einfluss von KI auf die Löhne hängt auch von der Entwicklung des Angebots und der Nachfrage nach Arbeitskräften ab. In dem hier verwendeten Schema kann diesbezüglich keine Unterscheidung getroffen werden.

⁹ In einer der wenigen verfügbaren empirischen Studien hierzu bewerten Hui et al. (2024), welche Auswirkungen generative KI-Modelle seit 2022 auf Freiberufler hatten, die auf einer großen Online-Vermittlungsplattform registriert waren. Dabei zeigt sich, dass sowohl die Beschäftigung als auch der Verdienst in stark betroffenen Berufen gesunken sind.

Abbildung C

Auswirkungen von KI auf das Lohnwachstum in den Vereinigten Staaten – Unterschied zwischen Berufen mit hohem und geringem Substitutionsrisiko

(in Prozentpunkten)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Linie stellt den geschätzten relativen Einfluss der Exponiertheit gegenüber KI auf das mittlere Wachstum der Stundenlöhne für jedes Jahr im Vergleich zu 2019 dar. Bei dem Modell wird ein Differenz-von-Differenzen-Ansatz verwendet. Die Auswirkungen des berufsspezifischen Risikos der Substitution durch KI auf das Lohnwachstum im betreffenden Beruf werden für jedes Jahr (2020-2025) separat geschätzt und dem Basisjahr (2019) gegenübergestellt. Das Modell enthält auch eine Konstante sowie sektorspezifische fixe Effekte, die den Teilspektoren gemäß der dreistelligen NAICS-Klassifizierung entsprechen. Um den Unterschied zwischen einem hohen und einem geringen Risiko der Substitution durch KI aufzeigen zu können, wurden die Ergebnisse reskaliert. Der schattierte Bereich stellt das Konfidenzintervall von 95 % dar.

Literaturverzeichnis

Acemoglu, D. und Restrepo, P. (2018), [The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment](#), American Economic Review, American Economic Association, Bd. 108(6), S. 1488-1542.

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. und Wolski, M. (2026), [AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms](#), Working Paper der BIZ, Nr. 1325.

Brynjolfsson, E., Chandar, B. und Chen, R. (2025), [Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence](#), Stanford Digital Economy Lab.

Felten, E., Raj, M. und Seamans, R. (2021), [Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses](#), Strategic Management Journal, 42(12), S. 2195-2217.

Hampole, M., Papanikolaou, D., Schmidt, L. D. W. und Seegmiller, B. (2025), [Artificial Intelligence and the Labor Market](#), NBER Working Papers, Nr. 33509.

Hui, X., Reshef, O. und Zhou, L. (2023), [The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market](#), CESifo Working Paper Series, Nr. 10601.

Lane, P. R. (2026), [AI and the euro area economy](#), Grundsatzrede bei der internationalen Konferenz von EZB/SAFE/RCEA zum Thema „Climate-Macro-Finance Interface“ (3CMFI), EZB, Frankfurt, 23. März.

Lambert, P. und Schindler, Y. (2026), [The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring](#), Mai, SSRN.

Lebastard, L. und Sondermann, D. (2026), [Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?](#), Der EZB-Blog, 4. März.

Massenkoff, M. und McCrory, P. (2026), [Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence](#), Anthropic Economic Research.

Pizzinelli, C., Panton, A. J., Mendes Tavares, M., Cazzaniga, M. und Longji, L. (2023), [Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#), Working Papers des IWF, Nr. 2023/216.

Reaktionen der US-Finanzmärkte auf geopolitische Schocks mit Störungen des Ölangebots

Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon und Viktória Vidaházy

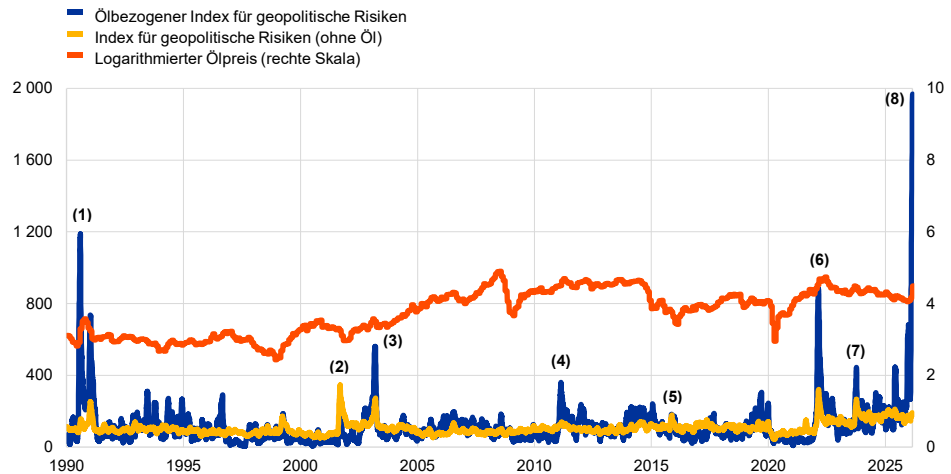
Die jüngsten geopolitischen Schocks haben zu Verwerfungen an den globalen Energiemärkten geführt. Die beiden größten geopolitischen Schocks der vergangenen Jahre – der Einmarsch Russlands in die Ukraine und der aktuelle Krieg im Nahen Osten – haben in den auf den Ausbruch des Konflikts folgenden zwei Wochen die Energiepreise drastisch steigen lassen. Dabei zogen die Ölpreise im ersten Fall um rund 30 % und im zweiten Fall um rund 50 % an (siehe Abbildung A). Geopolitische Schocks belasten in der Regel das Wirtschaftswachstum (Caldara und Iacoviello, 2022). Wie sie sich auf die Teuerung auswirken, ist dagegen weniger eindeutig (Ferrari Minesso et al., 2023; Brignone et al., 2024).¹ In jedem Fall sorgen Schocks, die mit Störungen der weltweiten Energieversorgung einhergehen – wie die Blockade der Straße von Hormus –, aber dafür, dass sich die Erdölpreise erhöhen. Dieser Preisauftrieb wirkt inflationssteigernd und verstärkt damit womöglich den kontraktiven Effekt auf das Wachstum; zudem beeinflusst er die nachfolgenden Reaktionen der Finanzmärkte. Im vorliegenden Kasten werden diese Reaktionen mit einem besonderen Blick auf die Vereinigten Staaten untersucht. Dabei kommt eine neue von Iacoviello und Tong (2026) entwickelte Messgröße für geopolitische Schocks mit Auswirkungen auf das Ölangebot zum Einsatz.

¹ Ferrari Minesso et al. (2023) zeigen die uneinheitlichen Effekte geopolitischer Risiken auf die Ölpreis- und Inflationsentwicklung auf. Brignone et al. (2024) weisen nach, dass durch Unsicherheiten ausgelöste Schocks die Ölpreise in die Höhe treiben und die Teuerung verstärken. Eingetretene negative Ereignisse wirken dagegen deflationär.

Abbildung A

Geopolitische Risiken und Ölpreisentwicklung

(linke Skala: Index; rechte Skala: logarithmierter Ölpreis in USD/Barrel)



Quellen: Iacoviello und Tong (2026), Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die nummerierten Höchstwerte markieren die folgenden geopolitischen Ereignisse: (1) Golfkrieg, (2) Terroranschläge vom 11. September, (3) Einmarsch in den Irak, (4) Arabischer Frühling und Bürgerkrieg in Libyen, (5) Terroranschläge in Paris, (6) Einmarsch Russlands in die Ukraine, (7) Krieg zwischen Israel und der Hamas, (8) aktueller Krieg im Nahen Osten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2026.

Durch einen neuen mithilfe künstlicher Intelligenz (KI) entwickelten Index lassen sich geopolitische Ereignisse mit Auswirkungen auf die weltweiten Energiemärkte ermitteln. Iacoviello und Tong (2026) greifen für die Auswertung von über fünf Millionen Presseartikeln aus den Vereinigten Staaten auf KI zurück, wobei der schlüsselwortbasierte Ansatz von Caldara und Iacoviello (2022) zur Erfassung geopolitischer Risiken weiter verfeinert wird. Die Methode dient der Ermittlung geopolitischer Ereignisse, die sich auf die Energieversorgung auswirken (beispielsweise der Golfkrieg oder der aktuelle Krieg im Nahen Osten). Diese werden von jenen Ereignissen abgegrenzt, die keine direkte Beeinträchtigung der Energiemärkte zur Folge haben (so etwa die Terroranschläge in Paris im Jahr 2015). Der aktuelle Krieg im Nahen Osten hat den ölbezogenen Index für geopolitische Risiken in die Höhe schnellen lassen – ein auch in der historischen Betrachtung singuläres Geschehnis. Der neue Index ermittelt konkrete Ereignisse, die zu Störungen des Energieangebots führen, und übertrifft damit die Aussagekraft bisheriger Analyserahmen, die geopolitische Ereignisse mit dem Ölmarkt verknüpfen.^{2,3} Wie auch schon bei Iacoviello und Tong (2026) liegt in der in diesem Kasten präsentierten Analyse der Fokus auf Tagen, an denen der Index zwei Standardabweichungen über seinem Durchschnittswert liegt. Die an diesen Tagen erfassten Änderungen der Erdölpreise werden monatlich summiert und dienen in einem mit gesamtwirtschaftlichen Indikatoren angereicherten bayesianischen

² So zeigen Verduzco-Bustos und Zanetti (2026) anhand des von Caldara und Iacoviello (2022) entwickelten ursprünglichen Index für geopolitische Risiken, dass geopolitische Spannungen mit Effekten auf die Ölmärkte wachstumshemmend und inflationstreibend wirken, und verweisen hierbei insbesondere auf die Bedeutung der Vorräte. Die von Pinchetti (2025) erbrachten Nachweise stehen im Einklang mit dem allgemeinen Gleichgewichtsmodell von Kilian et al. (2024).

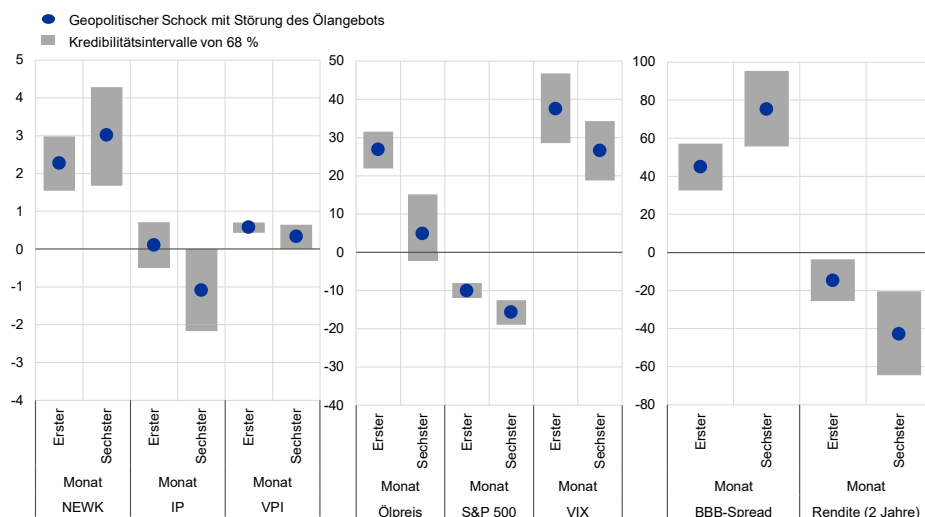
³ Das neue Verfahren ermittelt gezielt Ereignisse, die das Ölangebot reduzieren, während in der jüngeren Literatur alle geopolitischen Schocks insgesamt betrachtet werden. Da Schocks ohne Auswirkungen auf die Ölmärkte die Ölpreise in der Regel sinken lassen, lässt sich mit diesem Ansatz der Einfluss geopolitischer Spannungen mit Auswirkungen auf das Ölangebot genauer bestimmen.

Vektorautoregressionsmodell (BVAR) der US-Finanzmärkte als Messgrößen für geopolitische Schocks mit Auswirkungen auf die Ölmärkte.

Abbildung B

Reaktion von US-Variablen auf geopolitische Schocks mit Störung des Ölangebots

(linke und mittlere Grafik: in %; rechte Grafik: in Basispunkten)



Quellen: Iacoviello und Tong (2026), Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Reaktionen der ausgewiesenen Variablen auf einen geopolitischen Schock, der mit Störungen des Ölangebots einhergeht. Der Schock ist so skaliert, dass der S&P-500-Index bei Eintritt des Schocks um 10 % sinkt. Das BVAR-Modell berücksichtigt den ölbezogenen Index für geopolitische Risiken (Iacoviello und Tong, 2026), den Preis für Rohöl der Sorte Brent, die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen, den S&P 500, den nominalen effektiven Wechselkurs (NEWK) des US-Dollar, den Index der erwarteten Volatilität (VIX), den Renditeabstand von US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating (BBB-Spread) sowie die Industrieproduktion (IP) und den Verbraucherpreisindex (VPI) der Vereinigten Staaten. Mit Ausnahme der Anleiherendite und des Renditeabstands fließen alle Variablen als monatliche, logarithmierte Werte in das Modell ein. Zur Ermittlung von Schocks summiert der Index für den jeweiligen Monat die Änderungen des Ölpreises an jenen Tagen, an denen er zwei Standardabweichungen über seinem Durchschnitt liegt (Iacoviello und Tong, 2026). Das Modell wird für den Zeitraum von Februar 1990 bis Februar 2026 geschätzt.

Geopolitische Schocks, die Störungen des Ölangebots hervorrufen, dämpfen die Konjunktur, führen zu Preissteigerungen und sind mit höheren Risikoprämien verbunden.

Nach einem geopolitischen Schock mit Störungen des Ölangebots, der auf einen Rückgang der US-Aktienkurse um 10 % im ersten Monat kalibriert ist, steigen die Ölpreise um rund 30 % und bleiben etwa zwei Quartale lang über dem vor dem Schock verzeichneten Niveau (siehe Abbildung B). Der Ölpreisanstieg wirkt – allerdings nur moderat – auf die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten durch, und die Industrieproduktion schrumpft zeitverzögert um bis zu 1 % nach sechs Monaten. Der Einfluss auf die Finanzmärkte ist jedoch gravierender, denn auch nach zwei Quartalen verharren die Aktienkurse rund 20 % unter dem Niveau vor dem Schock. Der US-Dollar wertet angesichts der höheren Ölnotierungen und seiner Rolle als sichere Anlagewährung stetig auf.⁴ Risikoindikatoren wie der Index der erwarteten Volatilität „VIX“ und der Renditeabstand von Unternehmensanleihen ziehen an. Die risikofreien Zinssätze sinken, was entweder Umschichtungen in sichere Anlageformen oder eine erwartete

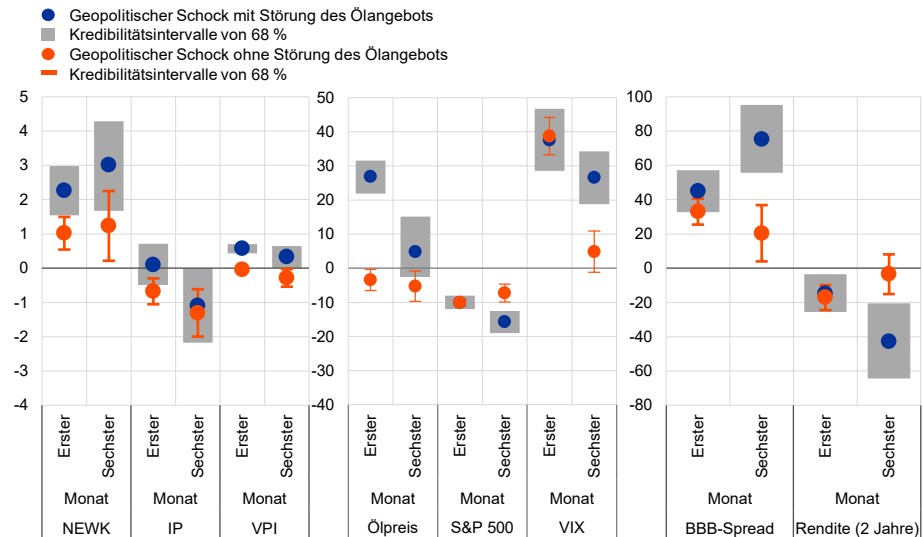
⁴ Da Öl im Allgemeinen in US-Dollar gehandelt wird, führen steigende Ölpreise zwangsläufig zu einer höheren Dollar-Nachfrage und damit zu einer Aufwertung der US-Währung. In Zeiträumen mit ausgeprägten Risiken könnten sich internationale Anleger mit US-Staatsanleihen eindecken, die weithin als sichere Anlagen gelten. Auch hierdurch stiege die Nachfrage nach US-Dollar.

Lockerung der Geldpolitik widerspiegelt. Zu Letzterer könnte es kommen, weil die Produktion dauerhafter zurückgeht als die Inflation steigt.

Abbildung C

Vergleich von geopolitischen Schocks mit und ohne Störung des Ölangebots

(linke und mittlere Grafik: in %; rechte Grafik: in Basispunkten)



Quellen: Iacoviello und Tong (2026), Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Reaktionen der ausgewiesenen Variablen auf einen geopolitischen Schock, der mit Störungen des Ölangebots einhergeht (blau), und stellt sie den Reaktionen auf einen geopolitischen Schock ohne Störungen des Ölangebots (rot) gegenüber, in beiden Fällen skaliert auf einen Rückgang des S&P-500-Index um 10 % unter Anwendung desselben BVAR-Modells. Geopolitische Schocks, die keine Auswirkung auf das Ölangebot haben, werden anhand des Index für geopolitische Risiken (ohne Öl) von Iacoviello und Tong (2026) identifiziert. Dieser verwendet zur Identifikation der Schocks die Änderungen des Goldpreises (Georgiadis et al., 2024; Piffer und Podstawski, 2018).

Die Ölpriisdynamik ist ein maßgeblicher verstärkender Kanal für die Effekte geopolitischer Schocks.

Die Reaktionen der Finanzmärkte auf geopolitische Ereignisse fallen wesentlich gemäßigter aus, wenn die Schocks nicht zu Störungen des weltweiten Ölangebots führen (siehe Abbildung C). In diesem Fall steigen die Ölnotierungen nicht, sondern sie geben leicht nach. Grund hierfür ist, dass ein höheres geopolitisches Risiko die Industrieproduktion und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage belastet, sodass auch Erdöl weniger nachgefragt wird. Dies begünstigt die Konjunkturerholung, da niedrigere Ölpreise höhere Realeinkommen der privaten Haushalte sowie niedrigere Produktionskosten und Teuerungsraten zur Folge haben. Damit federn sie den negativen Effekt auf die Konjunktur ab. Folglich sinken auch die Aktienkurse im weiteren Verlauf weniger stark. Die zunächst verzeichnete rückläufige Entwicklung der Renditen von US-Staatsanleihen ist nach sechs Monaten wieder vollständig kompensiert. Wird der US-Dollar nicht durch höhere Ölpreise gestützt, die in der Regel zu Kursgewinnen der Währung führen, wertet er weniger stark auf. Bedingt ist dies dadurch, dass die Vereinigten Staaten seit 2019 Nettoexporteur von Primärenergie sind und ein Großteil des Ölhandels in US-Dollar abgewickelt wird (Ricci, 2024). Die Risikoindikatoren steigen zwar vorübergehend, sind nach zwei Quartalen aber ebenfalls wieder rückläufig. In der Realwirtschaft erholt sich die Industrieproduktion nach sechs Monaten schneller, und die Verbraucherpreise sinken mittelfristig, statt zu steigen. Die Ergebnisse zeigen, auf

welche Weise die Ölpreisentwicklung geopolitische Schocks verstärkt und insbesondere Aufwärtsdruck auf die Inflation ausübt.

Verglichen mit historischen Verlaufsmustern reagiert der Markt auf den Krieg im Nahen Osten bislang eher verhalten. In Abbildung D werden die

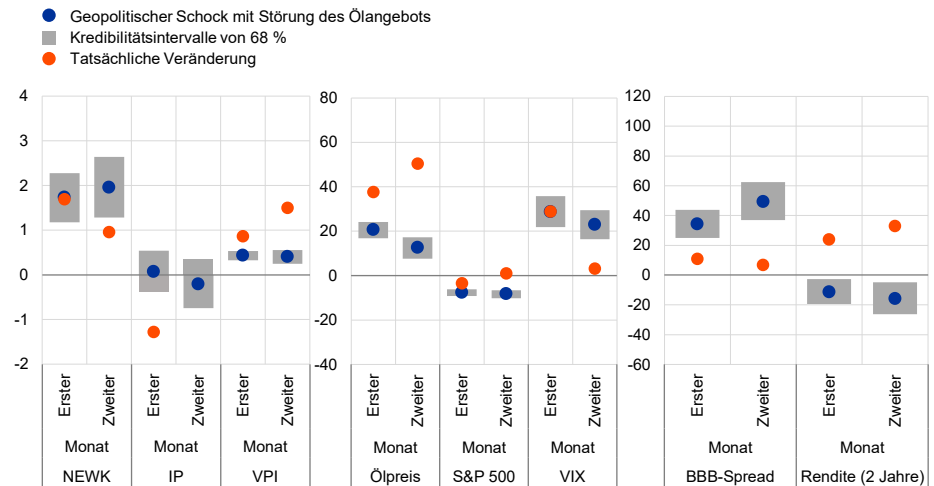
Marktreaktionen auf den Konflikt mithilfe modellimpliziter Elastizitäten miteinander verglichen.⁵ Der mit dem Krieg verbundene Schock ist durchaus als gravierend zu bezeichnen. Pro Tag passieren unter normalen Bedingungen rund 20 Millionen Barrel Rohöl die Straße von Hormus. Ungeachtet einiger Faktoren, die die negativen Auswirkungen abmildern – so die Umleitung von Öllieferungen über Pipelines –, belaufen sich die Mindermengen bislang per saldo auf 10-15 Millionen Barrel pro Tag, also 10 % bis 15 % des weltweiten Angebots. Die Ölpreise waren vorübergehend auf fast 120 USD je Barrel gestiegen – und damit stärker, als sich aus historischen Verlaufsmustern bei geopolitischen Schocks mit Störungen des Öllieferungs in diesem Umfang ableiten ließe. Die Reaktion anderer finanzieller Variablen fiel dagegen verhalten aus. Die Aktienkurse sanken, begannen jedoch nach etwa einem Monat wieder anzuziehen. Der US-Dollar wertete zwar im März auf, kehrte dann aber im April annähernd auf sein zu Jahresbeginn verzeichnetes Niveau zurück. Die Risikospreads weiteten sich zu Beginn des Konflikts leicht aus, jedoch nur auf etwa die Hälfte der Werte, die die historischen Muster nahelegen, bevor sie wieder auf ihr Vorkriegsniveau zurückgingen. Die risikofreien Zinssätze stiegen indes, statt zu fallen – möglicherweise infolge der mit einem Schock dieses Ausmaßes verbundenen Inflationsängste. Die insgesamt recht gedämpfte Reaktion ließe sich womöglich mit den robusten gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in den Vereinigten Staaten, den Ölausfuhren aus den USA und den hohen Investitionen in Aktien aus dem KI-Bereich erklären. Betrachtet man die Größenordnung des Ölschocks, verwundern allerdings die doch recht begrenzten Preisanpassungen. Möglicherweise gehen die Märkte von einer nur vorübergehenden Störung aus, und halten daher anhaltende Risikoauflagen für nicht gerechtfertigt. Sollte sich der Konflikt allerdings fortsetzen oder die geldpolitische Reaktion über Erwarten aggressiv ausfallen, könnte es zu einer abrupten Neubewertung finanzieller Vermögenswerte und einer nachfolgenden Verkaufswelle kommen.

⁵ Dazu werden die Impulsreaktionen aus dem BVAR-Modell auf einen geopolitischen Schock mit Störungen des Öllieferungs skaliert, der der Reaktion des VIX-Index auf den Ausbruch des Krieges im Nahen Osten zwischen Februar und März 2026 entspricht.

Abbildung D

Aktuelle Bewertung geopolitischer Risiken

(linke und mittlere Grafik: in %; rechte Grafik: in Basispunkten)



Quellen: Iacoviello und Tong (2026), Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Reaktionen der ausgewiesenen Variablen auf einen modellimpliziten geopolitischen Schock, der mit Störungen des Ölangebots einhergeht (blau), skaliert auf die Reaktion des VIX-Index auf den Ausbruch des Krieges im Nahen Osten im Februar 2026. „Tatsächliche Veränderung“ (rot) bezieht sich auf die Veränderungen der finanziellen Variablen zwischen Februar und März 2026 (erster Monat) sowie zwischen Februar und April 2026 (zweiter Monat). Die jüngsten Daten für die Industrieproduktion (IP) und den VPI beziehen sich auf März 2026.

Literaturverzeichnis

- Brignone, D., Gambetti, L. und Ricci, M. (2025), [Geopolitical risk shocks: when size matters](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2972, überarbeitet im Mai 2025.
- Caldara, D. und Iacoviello, M. (2022), [Measuring geopolitical risk](#), American Economic Review, Bd. 112, Nr. 4, S. 1194-1225.
- Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. und Rößler, D. (2023), [Geopolitische Risiken und Ölpreisentwicklung](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2023.
- Georgiadis, G., Müller, G. J. und Schumann, B. (2024), [Global risk and the dollar](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 144, 103549.
- Iacoviello, M. und Tong, J. (2026), [The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#), Working Paper, Federal Reserve Board of Governors.
- Kilian, L., Plante, M. D. und Richter, A. W. (2024), [Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations](#), Working Paper, Nr. 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, Mai.
- Piffer, M. und Podstawski, M. (2018), [Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#), The Economic Journal, Bd. 128, Nr. 616, S. 3266-3284.
- Pinchetti, M. (2025), [Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets](#), Working Paper, Nr. 1005, Banque de France.

Ricci, M. (2024), [Der Zusammenhang zwischen Ölpreisen und US-Dollar: Erkenntnisse und wirtschaftliche Auswirkungen](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2024.

Verduzco-Bustos, G. und Zanetti, F. (2026), [The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#), CESifo Working Papers, Nr. 12606, April.

Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis,
Steffen Osterloh und Lucia Quaglietti

In den vergangenen Jahren sind die Ausgaben für staatliche Beihilfen in der EU stark angestiegen. Gründe hierfür sind wirtschaftliche Schocks sowie das globale Wiederaufleben einer interventionistischen Industriepolitik. Dies gab den Anstoß zu einer weitreichenden Diskussion, in der Befürworter die Notwendigkeit staatlicher Eingriffe zur Behebung von Marktversagen und strategischen Schwachstellen betonten (Evenett et al., 2024). Kritiker warnen hingegen vor den damit verbundenen Risiken wie Ineffizienz, Rent-Seeking (d. h. Versuchen, die Einkommenserzielungschancen zu erhöhen) und einer Fragmentierung des Binnenmarkts (Hodge et al., 2024). Aus Sicht der EZB bedürfen Beihilfen aufgrund ihrer Auswirkungen auf die Finanzpolitik, die Ressourcenallokation und den Wettbewerb der Beobachtung. Angesichts zunehmender geopolitischer Spannungen und neuer befristeter EU-Rahmenregelungen für staatliche Beihilfen, die deren flexibleren Einsatz ermöglichen – wie zuletzt zur Unterstützung von Sektoren, die von der Nahostkrise betroffen sind –, beleuchtet dieser Kasten die sich wandelnde Rolle und Verteilung von Beihilfen.

Staatliche Beihilfen umfassen staatliche Eingriffe, die Unternehmen finanziell unterstützen oder ihnen einen selektiven Vorteil verschaffen. Nach Artikel 107 AEUV sind derartige Maßnahmen in der Regel untersagt, da sie den Wettbewerb im Binnenmarkt verfälschen können. Allerdings lässt der Vertrag Spielraum für eine Reihe von Ausnahmen. Um mit dem Binnenmarkt vereinbar zu sein, müssen staatliche Beihilfen die Entwicklung eines Wirtschaftszweiges fördern und dürfen die Handelsbedingungen zwischen den Mitgliedstaaten nicht in einer Weise beeinträchtigen, die dem gemeinsamen Interesse zuwiderläuft.¹

Trotz gesetzlicher Beschränkungen haben Umfang und Ausmaß staatlicher Beihilfen im Lauf der Zeit deutlich zugenommen. Zwischen 2000 und 2013 blieben die Ausgaben für staatliche Beihilfen mit 0,5 % des BIP bis 0,8 % des BIP weitgehend stabil. Ab 2014 ermöglichten Reformen, die bestimmte Beihilfekategorien von der Genehmigung durch die Europäische Kommission ausnahmen, den Mitgliedstaaten eine flexiblere Gewährung von Beihilfen, sodass sich die Ausgaben bis 2019 nahezu verdoppelten.² In den Jahren 2020 und 2021 stiegen die Beihilfen weiter an und erreichten mit 330 Mrd. € (2 % des BIP bis 2,5 % des BIP) einen Höchststand. Ausschlaggebend hierfür waren die von der Europäischen Kommission während der Corona-Pandemie eingeführten befristeten Rahmen, die nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verlängert wurden.

¹ In Artikel 107 bis 109 AEUV werden staatliche Beihilfen definiert, Verbote festgelegt und mögliche Ausnahmen aufgeführt.

² In der [Allgemeinen Gruppenfreistellungsverordnung](#) sind die Voraussetzungen festgelegt, unter denen staatliche Beihilfen ohne vorherige Genehmigung der Kommission gewährt werden dürfen. Spätere Änderungen haben den Anwendungsbereich der Verordnung erweitert.

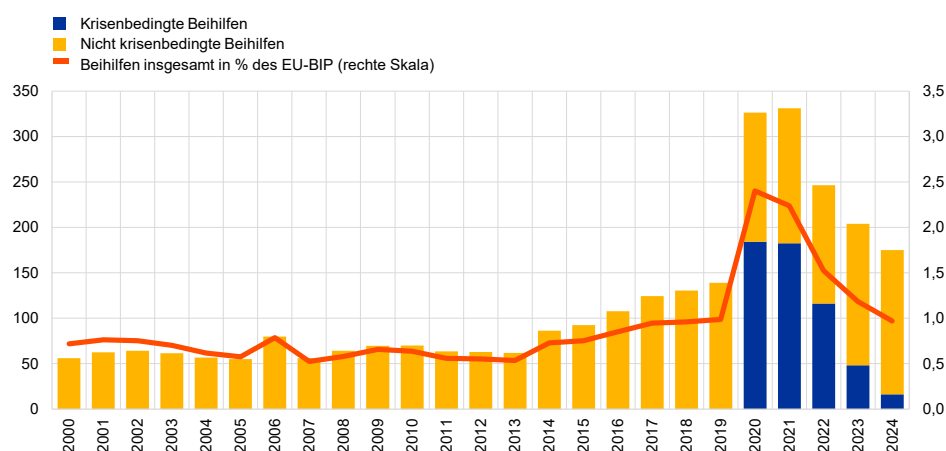
Zwar sanken die staatlichen Beihilfen im Jahr 2024 auf 1 % des BIP, aber sie liegen weiterhin über dem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung A, Grafik a). Zuletzt hat der Konflikt im Nahen Osten die Kommission zum Beschluss eines neuen befristeten Rahmens veranlasst. Dieser lockert die Bedingungen, unter denen die EU-Mitgliedstaaten den besonders stark betroffenen Sektoren Beihilfen gewähren dürfen.³

Abbildung A

Ausgaben für staatliche Beihilfen nach Politikziel

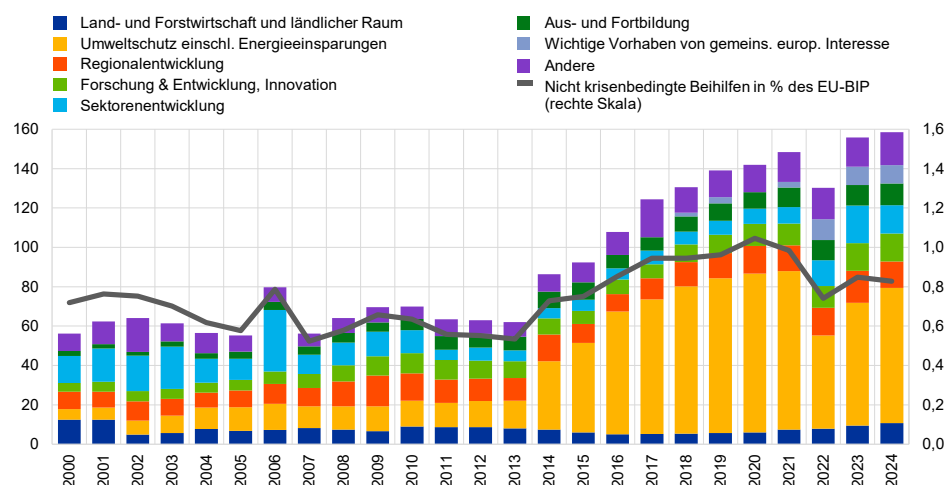
a) Krisenbedingte und nicht krisenbedingte staatliche Beihilfen in der EU

(linke Skala: in Mrd. €; rechte Skala: in % des EU-BIP)



b) Nicht krisenbedingte Beihilfen

(linke Skala: in Mrd. €; rechte Skala: in % des EU-BIP)



Quellen: Anzeiger für staatliche Beihilfen, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen die von der Europäischen Kommission genehmigten oder im Rahmen von Ausnahmeregelungen gewährten nominalen Ausgaben für Beihilfen. Hierbei wird der wirtschaftliche Vorteil berücksichtigt, der sich daraus für die Begünstigten ergibt. In Grafik a wird nach krisenbedingten und nicht krisenbedingten Beihilfen differenziert. In Grafik b werden die nicht krisenbedingten Beihilfen weiter aufgeschlüsselt.

³ Der **Befristete Rahmen für staatliche Beihilfen vor dem Hintergrund der Krise im Nahen Osten** gilt bis Dezember 2026. Er ermöglicht die Gewährung von Beihilfen für die Landwirtschaft, die Fischerei und Aquakultur, den Landverkehr sowie den Kurzstreckenseeverkehr innerhalb der EU. Es können Beihilfen gewährt werden, die bis zu 70 % der durch die Krise entstandenen Mehrkosten abdecken.

Die Ausrichtung der staatlichen Beihilfen hat sich ebenfalls verändert. So werden nun unter anderem umfassendere industriepolitische Prioritäten in den Blick genommen. In der Vergangenheit waren die Maßnahmen auf Innovation, regionalen Zusammenhalt und die Finanzierungsengpässe kleinerer Unternehmen ausgerichtet. In letzter Zeit stehen sie zunehmend im Zusammenhang mit dem Umweltschutz – einschließlich Dekarbonisierung – sowie der industriellen Wettbewerbsfähigkeit und der strategischen Widerstandsfähigkeit (siehe Abbildung A, Grafik b). Durch politische Initiativen der EU wie das [europäische Chip-Gesetz](#), die [Netto-Null-Industrie-Verordnung](#) und zuletzt den [Deal für eine saubere Industrie](#) sowie die vorgeschlagene [Verordnung zur industriellen Beschleunigung](#) wurden die Rahmenbedingungen für staatliche Beihilfen geändert. Ziel ist es, die Dekarbonisierung, die Energiesicherheit und die Wettbewerbsfähigkeit zu fördern. Angesichts der erhöhten Energiepreise und der schweren Schocks, von denen die EU-Wirtschaft getroffen wurde, haben die Beihilfen im Energiebereich erheblich zugenommen, was ihre strategische Bedeutung widerspiegelt.⁴

Der Anstieg der Ausgaben im Rahmen der wichtigen Vorhaben von gemeinsamem europäischem Interesse (IPCEIs) seit 2018 zeigt eine Verlagerung hin zu einem strategischeren Einsatz staatlicher Beihilfen. IPCEIs ermöglichen den Mitgliedstaaten die Finanzierung groß angelegter, grenzübergreifender Projekte. Diese sollen Marktversagen beheben und Abhängigkeiten in strategischen Sektoren wie Batterien, Wasserstoff, Mikroelektronik und Gesundheitstechnologien verringern.⁵ IPCEIs kombinieren öffentliche und private Mittel und umfassen komplexe Wertschöpfungsketten über mehrere Länder hinweg. Die genehmigten Beihilfen und die damit verbundenen privaten Investitionen beliefen sich bis 2024 auf rund 90 Mrd. € (0,45 % des BIP), sodass IPCEIs mittlerweile zu den wichtigsten Instrumenten der EU zur Koordinierung der Industriepolitik zählen. Gleichzeitig hat die Kommission im Rahmen eines [Europäischen Fonds für Wettbewerbsfähigkeit](#) für den [mehrjährigen Finanzrahmen 2028-2034](#) neue zweckgebundene Finanzinstrumente auf EU-Ebene vorgeschlagen.

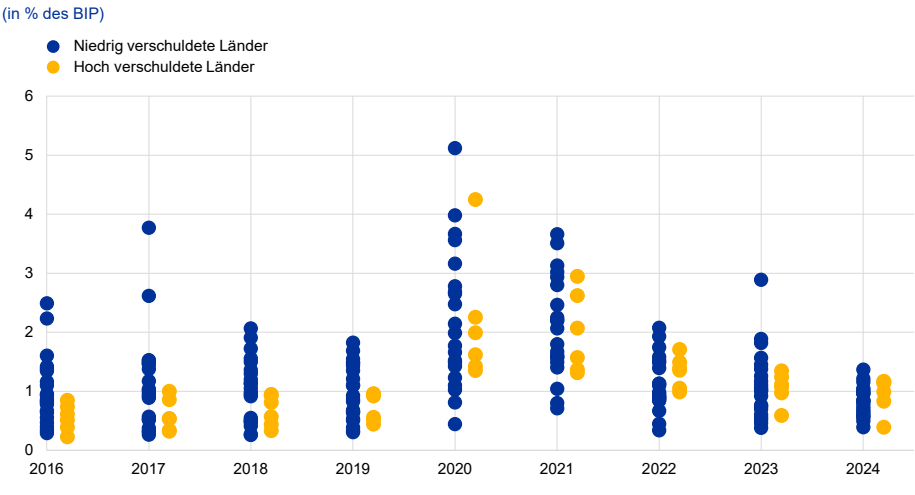
Die staatlichen Beihilfen sind über Länder und Sektoren hinweg ungleich verteilt. Dies ist auf Unterschiede hinsichtlich der Finanzkraft, der strukturellen Merkmale und der politischen Prioritäten zurückzuführen. Während der Pandemie haben sich die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern deutlich vergrößert. Mehrere EU-Staaten ergriffen in den Jahren 2020 und 2021 Hilfsmaßnahmen im Umfang von mehr als 3 % des BIP, während sich die Unterstützung in anderen Ländern weiterhin eher in Grenzen hielt (siehe Abbildung B). Bis 2019 wandten hoch verschuldete Länder tendenziell weniger für staatliche Beihilfen auf, doch seitdem haben sich die Unterschiede verringert. Die Zuordnung nach Sektoren hat sich ebenfalls gewandelt. Unternehmensdaten zeigen, dass Energieunternehmen in der Vergangenheit den Großteil der Beihilfen erhielten (siehe Abbildung C, Grafik a). Während der Pandemie verlagerte sich die Unterstützung in Richtung Dienstleistungssektor, und nach der Pandemie gewann

⁴ Im Jahr 2025 verabschiedete die Europäische Kommission den [Beihilferahmen für den Deal für eine saubere Industrie](#), der den [Befristeten Rahmen zur Krisenbewältigung und zur Gestaltung des Wandels](#) von 2022 ablöste und die flexiblen Regelungen bis 2030 verlängerte.

⁵ IPCEIs müssen mehrere Mitgliedstaaten einbeziehen, erhebliche positive Übertragungseffekte erzielen und für EU-weite Ziele eingesetzt werden.

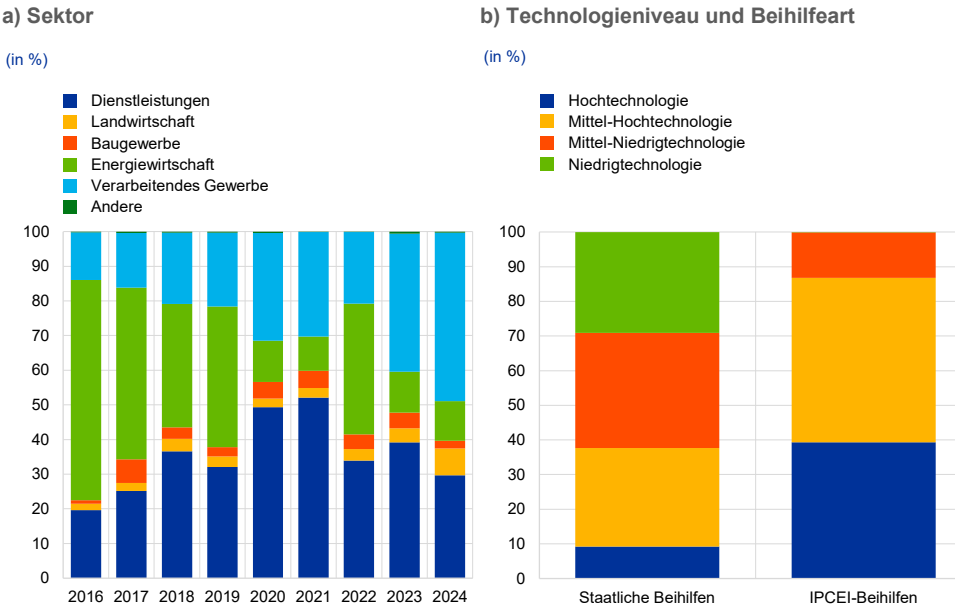
das verarbeitende Gewerbe an Bedeutung. Zudem sind klassische staatliche Beihilfen über alle Technologieniveaus hinweg breit gestreut, während sich die IPCEIs auf Fertigungsbranchen im Bereich der Hoch- und Mittel-Hochtechnologie konzentrieren (siehe Abbildung C, Grafik b). Dies unterstreicht ihre Rolle bei der Förderung strategischer Wertschöpfungsketten.

Abbildung B
Verteilung der Ausgaben für staatliche Beihilfen in den EU-Ländern



Quellen: Anzeiger für staatliche Beihilfen, Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Als hoch verschuldete Länder gelten Länder mit einem Schuldenstand von mehr als 90 % des BIP im Jahr 2024.

Abbildung C
Ausgaben für staatliche Beihilfen nach Sektor und Technologieniveau



Quellen: Beihilfentransparenzdatenbank, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zahlen basieren auf Unternehmensdaten und geben die in 23 EU-Ländern gewährten Beihilfen wieder (ohne Spanien, Polen, Rumänien und Slowenien). Die Kategorie „Dienstleistungen“ umfasst keine Informations- und Kommunikationstechnologie. Die Daten in Grafik a beziehen sich auf rund 70 % der in Abbildung A ausgewiesenen Gesamtbeihilfen. Grafik b zeigt die Zusammensetzung der allgemeinen staatlichen und der IPCEI-Beihilfen an Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes nach Technologieniveau (siehe [Hightech-Klassifizierung des verarbeitenden Gewerbes](#)). IPCEI = wichtiges Vorhaben von gemeinsamem europäischem Interesse.

Nach der Pandemie verlagerten sich die staatlichen Beihilfen von krisenbedingten Liquiditätshilfen hin zu ausgewählten, auf die Wettbewerbsfähigkeit ausgerichteten Hilfen.

Die sich wandelnden Ziele der staatlichen Beihilfen spiegeln sich auch in der Zusammensetzung der begünstigten Unternehmen wider. Auf der Grundlage von Daten zu fünf Millionen EU-Unternehmen für den Zeitraum 2016-2024 schätzen wir anhand von Unternehmensmerkmalen die Wahrscheinlichkeit, Beihilfen zu erhalten.⁶ Vor der Pandemie erhielten große Unternehmen, Unternehmen in energieintensiven Branchen und Unternehmen in weniger entwickelten Regionen mit höherer Wahrscheinlichkeit Unterstützung; die geschätzte Erhöhung dieser Wahrscheinlichkeit lag bei 0,2 bis 0,4 Prozentpunkten (siehe Abbildung D, Grafik a).⁷ Während der Pandemie blieben Unternehmensgröße und Produktivität zwar weiterhin wichtige Einflussgrößen, doch traten finanzielle Engpässe als entscheidender Faktor in den Vordergrund. Hoch verschuldete Unternehmen erhielten mit einer deutlich größeren Wahrscheinlichkeit staatliche Beihilfen. Gleichzeitig sank die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen in weniger entwickelten Regionen unterstützt wurden (siehe Abbildung D, Grafik b). Nach der Pandemie waren Unternehmensgröße und Produktivität weiterhin wichtige Faktoren für die Vergabe von Beihilfen. Im Gegensatz dazu hat der Verschuldungsgrad im Vergleich zur Pandemiezeit an Bedeutung verloren. Unternehmen in weniger entwickelten Regionen erhalten hingegen wieder mit einer größeren Wahrscheinlichkeit Unterstützung (siehe Abbildung D, Grafik c).

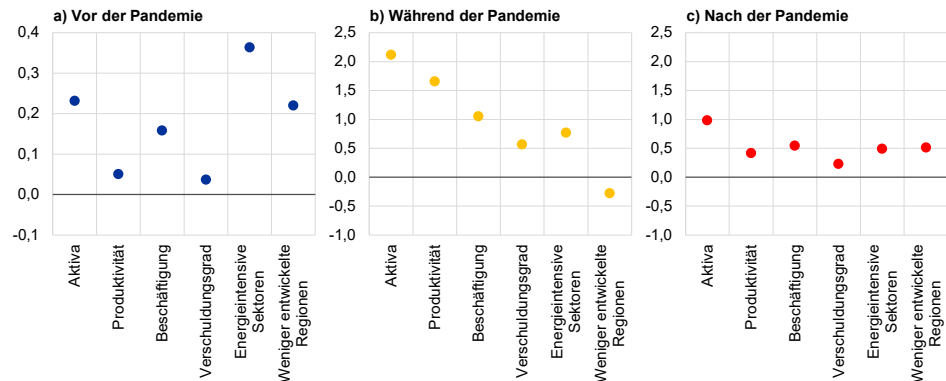
⁶ Die Unternehmensdaten von Orbis werden mit der Beihilfentransparenzdatenbank abgeglichen. Der Anteil der Unternehmen, die staatliche Beihilfen erhalten, schwankt im Zeitverlauf (0,2 % im Zeitraum 2016-2019, 2,5 % im Zeitraum 2020-2021 und 1,2 % nach 2021). Es kommt ein lineares Wahrscheinlichkeitsmodell zum Einsatz. Unternehmensmerkmale werden mit Dummy-Variablen für die Zeiträume kombiniert, um sich verändernde Verteilungsmuster zu erfassen. Das Modell umfasst fixe Effekte für Land und Jahr sowie für Sektor und Jahr, wobei die Standardfehler auf Unternehmensebene gruppiert sind.

⁷ Als Näherungswert für die Unternehmensgröße dienen die Aktiva (definiert als Summe aus Umlaufvermögen, Anlagevermögen und immateriellen Vermögenswerten) und die Beschäftigung (gemessen an der Zahl der Mitarbeiter). Der Verschuldungsgrad wird als Verhältnis der langfristigen Verschuldung zur Bilanzsumme berechnet. Weniger entwickelte Regionen werden gemäß den Klassifizierungen der Europäischen Kommission für den Zeitraum 2014-2020 und den Zeitraum 2021-2027 definiert.

Abbildung D

Wahrscheinlichkeit des Erhalts staatlicher Beihilfen nach Unternehmensmerkmalen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Beihilfentransparenzdatenbank, Orbis-Datenbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten marginalen Effekte aus einem linearen Wahrscheinlichkeitsmodell. Die Koeffizienten geben in Prozentpunkten die Veränderung der Wahrscheinlichkeit an, im Vergleich zu Nichtempfängern Beihilfen zu erhalten. Jede Markierung steht für die geschätzte Auswirkung einer Veränderung um eine Standardabweichung bei einem bestimmten Unternehmensmerkmal. Aufgrund ihrer geringen Größe werden die Konfidenzintervalle nicht dargestellt.

In der EU haben die staatlichen Beihilfen zugenommen. Sie sind flexibler geworden und orientieren sich zunehmend an den sich wandelnden politischen Prioritäten der Union. Da die Industriepolitik weltweit an Bedeutung gewinnt und die EU derzeit ihren neuen mehrjährigen Finanzrahmen für den Zeitraum von 2028 bis 2034 aushandelt, werfen diese Entwicklungen zentrale Fragen dazu auf, wie die gemeinsamen Ziele der EU und neue politische Prioritäten durch staatliche Beihilfen wirksam unterstützt werden können, ohne den Wettbewerb im Binnenmarkt und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu beeinträchtigen. Es bedarf weitergehender Analysen, um diese Fragen umfassend zu untersuchen.

Literaturverzeichnis

Evenett, S., Jakubik, A., Martin, F. und Ruta, M. (2024), [The Return of Industrial Policy in Data](#), Working Papers des IWF, Bd. 2024, Nr. 001, Internationaler Währungsfonds, Januar.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. und Wong, Y. C. (2024), [Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective](#), Working Papers des IWF, Bd. 2024, Nr. 249, Internationaler Währungsfonds, Dezember.

Höhere Ölpreise infolge des Krieges im Nahen Osten: Bewertung der nachteiligen Auswirkungen auf das Wachstum im Euroraum

Johannes Gareis

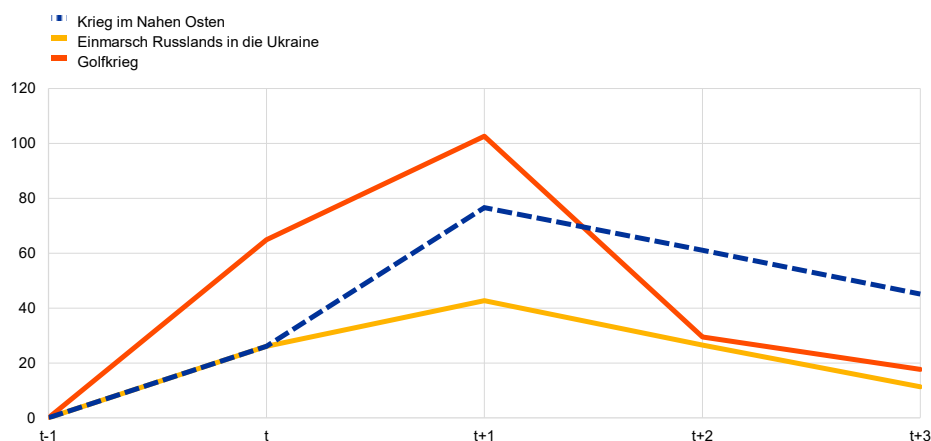
Der Krieg im Nahen Osten hat zu einem starken Anstieg der Ölpreise geführt und dürfte die Wirtschaftsaktivität im Euroraum erheblich belasten. Nach dem Ausbruch des Krieges Ende Februar 2026 stiegen die Preise für Brent-Rohöl deutlich an. Zurückzuführen war dies auf Störungen der Öltransporte durch die Straße von Hormus sowie auf einen Rückgang der Ölförderung im Nahen Osten. Verglichen mit früheren größeren geopolitisch bedingten Störungen des Ölangebots scheint der aktuelle Schock von mittlerer Größenordnung zu sein (siehe Abbildung A). Die Ölpreise haben ähnliche Höchststände erreicht wie nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine Anfang 2022. Allerdings ist der durch den aktuellen Schock ausgelöste Ölpreisanstieg bislang stärker als jener nach dem Angriff auf die Ukraine. Der damalige Schock spiegelte Versorgungsengpässe und eine erhöhte Unsicherheit bezogen auf Russlands Ölexporte wider. Zudem stand er im Zusammenhang mit einer anhaltend hohen Ölnachfrage infolge der Corona-Pandemie und einem deutlich stärkeren Anstieg der Erdgaspreise.¹ Gleichwohl ist der durch den aktuellen Schock bedingte Ölpreisanstieg geringer als der Preisschock während des Golfkriegs Anfang der 1990er-Jahre. Der Einmarsch des Irak in Kuwait hatte das Ölangebot am Markt damals drastisch reduziert.

¹ Arce et al. (2026) vergleichen den aktuellen Schock mit dem Schock infolge des Einmarschs Russlands in die Ukraine und erörtern wahrscheinliche Übertragungseffekte auf die Inflation.

Abbildung A

Preisdynamiken bei Brent-Rohöl im Umfeld geopolitisch bedingter Störungen des Ölangebots

(prozentuale Veränderung gegenüber dem Quartal vor dem Schock)



Quellen: U.S. Energy Information Administration (EIA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die prozentuale Veränderung des Preises für Brent-Rohöl basierend auf den Quartalsdurchschnitten der monatlichen Preise in US-Dollar. Dabei entspricht t dem ersten Quartal 2026 (Krieg im Nahen Osten), dem ersten Quartal 2022 (Einmarsch Russlands in die Ukraine) bzw. dem dritten Quartal 1990 (Golfkrieg). Die blaue gestrichelte Linie zeigt die Ölpreisentwicklung gemäß den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026, die auf den Preisen für Ölfterminkontrakte zum Redaktionsschluss (21. Mai 2026) beruhen.

Die Ursache dieser Ölpreisschwankungen spielt eine wichtige Rolle bei der Bewertung ihrer makroökonomischen Auswirkungen.

Anders als nachfragebedingte Preissteigerungen, die normalerweise ein stärkeres globales Wachstum widerspiegeln und die Konjunktur stützen, sind angebotsbedingte Preissteigerungen für die Wirtschaftsaktivität in ölimportierenden Volkswirtschaften wie dem Euroraum eine Belastung. Dies zeigt sich in höheren Produktionskosten, niedrigeren realen Einkommen der privaten Haushalte, einer schwächeren globalen Nachfrage und erhöhter Unsicherheit. Der Unsicherheitsfaktor kommt bei geopolitischen Schocks in der Regel stärker zum Tragen.² Im vorliegenden Kasten werden die makroökonomischen Auswirkungen des jüngsten Ölpreisanstiegs auf den Euroraum quantifiziert. Hierfür wird ein empirisches Modell mit identifizierten geopolitischen Ölangebotsschocks verwendet, um vergangene und aktuelle Störungen des Ölangebots zu bewerten.³

Die makroökonomischen Auswirkungen geopolitischer Ölangebotsschocks auf den Euroraum lassen sich mithilfe eines bayesianischen

Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) bewerten. Das Modell beinhaltet eine Reihe identifizierter geopolitischer Ölangebotsschocks sowie den globalen

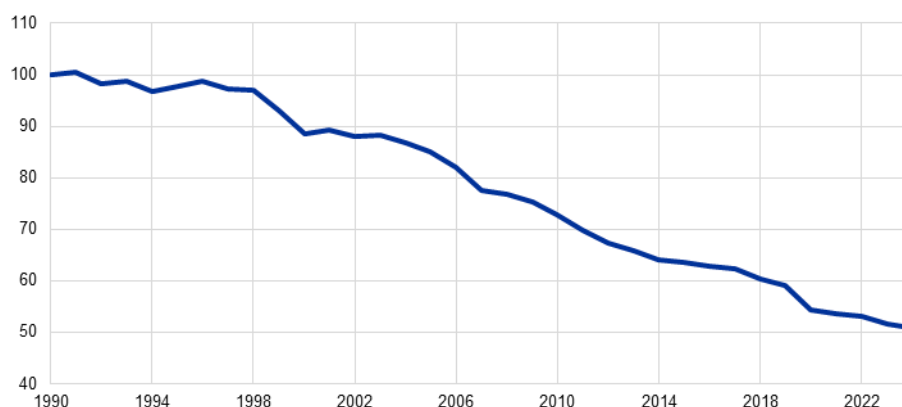
² Verduzco-Bustos und Zanetti (2026) zeigen, dass durch geopolitische Risiken hervorgerufene Ölpreisschwankungen eine spezifische Dynamik und sehr unterschiedliche makroökonomische Folgen haben. Diese sind zum Teil auf vorausschauendes Handeln sowie auf eine erhebliche und anhaltende Zunahme der makroökonomischen und finanziellen Unsicherheiten zurückzuführen. Dadurch werden die negativen Effekte auf die Wirtschaftsaktivität im Vergleich zu herkömmlichen Ölangebotsschocks verstärkt. Dieser Mechanismus steht in einem engen Zusammenhang mit den von Brignone et al. (2025) vorgestellten Erkenntnissen, wonach große durch geopolitische Risiken bedingte Schocks zu einem überproportionalen Anstieg der Unsicherheit und finanziellen Spannungen führen.

³ Eine Untersuchung, wie geopolitische Schocks im Zusammenhang mit Störungen der Energieversorgung auf die US-Finanzmärkte übertragen werden, findet sich in Kasten 2 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

realen Ölpreis, einen Indikator für die globale Wirtschaftsaktivität, das reale BIP des Euroraums, private Konsumausgaben, Investitionen, Verbraucherpreise sowie kurz- und langfristige Zinssätze. Die Schocks stammen von Verduzco-Bustos und Zanetti (2026) und werden anhand einer hochfrequenten Instrumentenvariablen konstruiert, die Ölpreisbewegungen im Umfeld geopolitisch bedingter Angebotsstörungen isoliert.⁴ Diese Schocks gehen in der Regel mit einem starken Anstieg der Ölpreise und einem andauernden Rückgang der Ölförderung einher. Daher eignen sie sich gut für die Analyse der Auswirkungen des Krieges im Nahen Osten.⁵ Das Modell wird für den Zeitraum vom ersten Quartal 1985 bis zum ersten Quartal 2023 geschätzt.⁶ Da die Ölintensität der Wirtschaft des Euroraums seit Anfang der 1990er-Jahre stetig zurückgegangen ist (siehe Abbildung B), wird das Modell zusätzlich für einen kürzeren Zeitraum ab dem dritten Quartal 2003 – also nach der Anfangsphase des Irakkriegs – neu geschätzt, um zu überprüfen, ob sich die Übertragung von Ölangebotsschocks verändert hat.⁷

Abbildung B
Ölintensität des realen BIP im Euroraum im Zeitverlauf

(Index: 1990 = 100)



Quellen: Eurostat, New-Area-Wide-Modell-Datenbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Ölintensität wird in Kilogramm des Öläquivalents je Euro des realen BIP gemessen und auf 100 im Jahr 1990 indexiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2024.

Ein negativer geopolitischer Ölangebotsschock hat – sowohl über die privaten Konsumausgaben als auch über die Investitionen – einen anhaltenden negativen Effekt auf das Wachstum des realen BIP im Euroraum. Bei einem geopolitischen Ölangebotsschock, der unmittelbar zu einem Anstieg des realen

⁴ Das Instrument misst, wie sich die Preise für einmonatige Futures-Kontrakte bezogen auf die Rohölsorte West Texas Intermediate (WTI) an Tagen verändern, an denen es zu Ausschlägen in dem von Iacoviello und Tong (2026) entwickelten Index für geopolitische Risiken bezüglich des Ölangebots kommt. Dadurch werden die identifizierten Ereignisse auf solche beschränkt, die unmittelbar mit Störungen des Ölangebots in Verbindung stehen.

⁵ Der globale reale Ölpreis entspricht dem WTI-Rohölpreis, deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex der Vereinigten Staaten; die globale Wirtschaftsaktivität wird anhand des von Baumeister und Hamilton (2019) entwickelten Industrieproduktionsindex gemessen. Beide Größen stehen im Einklang mit der Auswahl der Variablen, die von Verduzco-Bustos und Zanetti (2026) zur Identifizierung des geopolitischen Ölangebotsschocks getroffen wurde.

⁶ Die geopolitischen Ölangebotsschocks werden mittels einfacher Durchschnitte der Monatswerte zu einer vierteljährlichen Frequenz aggregiert. Zur Abbildung ihrer dynamischen Effekte werden diese im BVAR-Modell anhand eines rekursiven Identifikationsschemas an erster Stelle gesetzt.

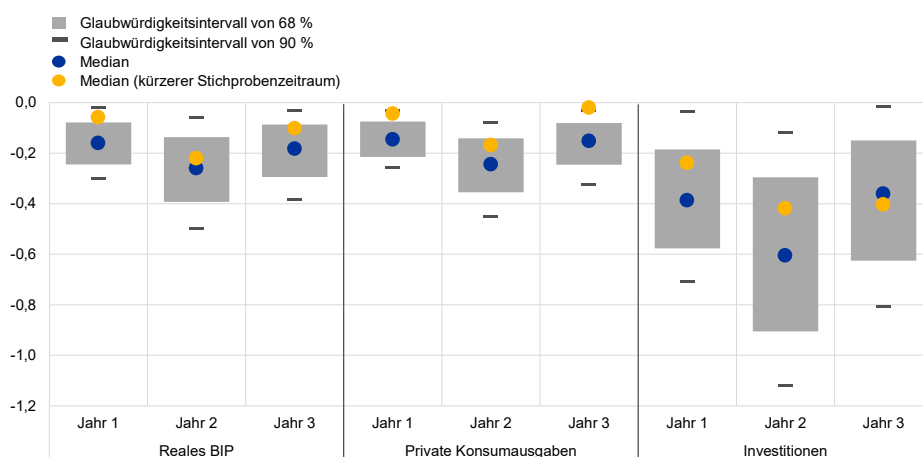
⁷ Um sicherzustellen, dass die Schätzergebnisse nicht durch die erhöhte Volatilität während der Corona-Pandemie beeinflusst werden, enthält das Modell entsprechende Dummy-Variablen.

Ölpreises um 10 % führt, wird geschätzt, dass das reale BIP-Wachstum im Euroraum in jedem der ersten drei Jahre nach dem Schock um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte geringer ausfällt (siehe Abbildung C).⁸ Sowohl das Wachstum der privaten Konsumausgaben als auch das der Investitionen wird gebremst. Dabei sind die Auswirkungen auf die Investitionen stärker, da diese im Allgemeinen sensibler auf die erhöhte Unsicherheit reagieren, die mit geopolitisch bedingten Störungen des Ölangebots einhergeht. Die Schätzungen der Teilstichprobe für den Zeitraum ab 2003 lassen darauf schließen, dass die Effekte im Zeitverlauf etwas nachgelassen haben könnten. Dies ist zum Teil auf eine geringfügigere Reaktion der privaten Konsumausgaben zurückzuführen. Im Gegensatz dazu ist die Reaktion der Investitionen in den unterschiedlichen Teilstichproben weitgehend stabil. Die Schätzungen für den kürzeren Zeitraum liegen hier innerhalb der Glaubwürdigkeitsintervalle der Schätzung für den Gesamtzeitraum. Dies könnte damit zusammenhängen, dass sich der Ölintensitätskanal bei den Investitionen nicht so stark abgeschwächt hat, oder dass stattdessen andere Übertragungskanäle – insbesondere die durch geopolitische Ölangebotsschocks zunehmende Unsicherheit – an Bedeutung gewonnen haben.

Abbildung C

Auswirkungen eines negativen geopolitischen Ölangebotsschocks auf die Jahreswachstumsraten ausgewählter Wirtschaftsindikatoren

(in Prozentpunkten)



Quellen: Verdusco-Bustos und Zanetti (2026), Baumeister und Hamilton (2019), EIA, US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, New-Area-Wide-Modell-Datenbank, EZB und EZB Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafik zeigt die geschätzten Auswirkungen eines vorübergehenden geopolitischen Ölangebotsschocks, der zu einem Anstieg des realen Ölpreises um 10 % führt, auf das jährliche Wachstum des realen BIP, der privaten Konsumausgaben und der Investitionen im Euroraum in den ersten drei Jahren nach dem Schock. Die Schätzungen beziehen sich auf die vollständige Stichprobe (vom ersten Quartal 1985 bis zum vierten Quartal 2023) sowie auf eine Stichprobe für einen verkürzten Zeitraum (ab dem dritten Quartal 2003).

Die Effekte vergangener geopolitischer Störungen des Ölangebots – insbesondere durch den Golfkrieg und den Einmarsch Russlands in die Ukraine – waren jeweils im ersten Jahr beträchtlich. Die Auswirkungen des

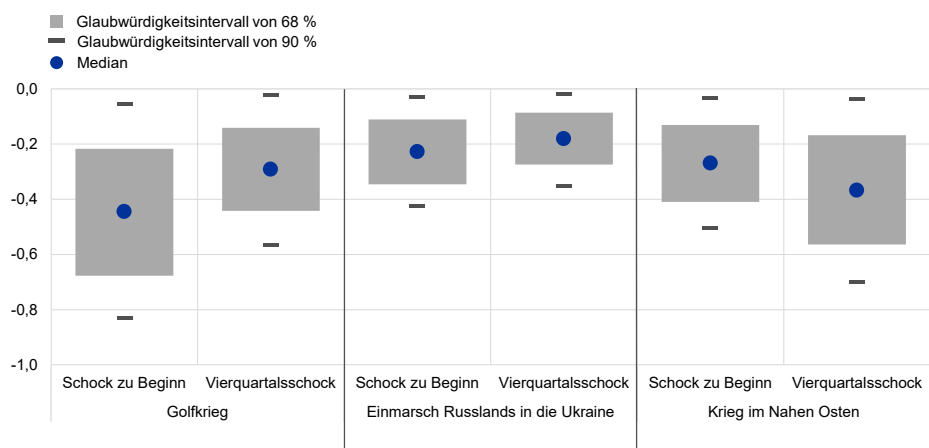
⁸ Die Ergebnisse sind qualitativ robust gegenüber der Verwendung der umfassenderen Reihe von Ölangebotsschocks von Mori und Peersman (2026). Die umfassendere Reihe präzisiert die von Känzig (2021) geschätzten Schocks, die auf Ankündigungen der OPEC basieren. Bei Verwendung der umfassenderen Reihe fallen die quantitativen Effekte etwas geringer aus. Dies steht im Einklang damit, dass durch die breiter angelegte Identifizierung auch Ölangebotsschocks erfasst werden, die nicht geopolitischen Ursprungs sind.

Krieges im Nahen Osten auf das Wachstum im Euroraum dürften in diesem Jahr von ähnlicher Größenordnung sein. Durch die Kombination der geschätzten Impulsantworten mit den geschätzten Schocks lassen sich die makroökonomischen Auswirkungen vergangener Störungen des Ölangebots quantifizieren und die Folgen des aktuellen Schocks abschätzen. Den Schätzungen zufolge waren die geopolitischen Ölangebotsschocks im Zuge des Golfkriegs und des Krieges in der Ukraine für den Großteil der Veränderungen der realen Ölpreise während des ersten Jahres nach dem Schock verantwortlich. Gemäß den Schätzungen der vollständigen Stichprobe, die aufgrund der rückläufigen Ölintensität eine Obergrenze für die jüngsten Ereignisse (einschließlich des aktuellen Schocks) darstellen dürfte, wurde das BIP-Wachstum im ersten Jahr nach dem Schock per Saldo um rund 0,3 Prozentpunkte (Golfkrieg) bzw. 0,2 Prozentpunkte (Krieg in der Ukraine) gebremst (siehe Abbildung D, Vierquartalschock). Die Belastung, die sich allein aus dem Schock zu Beginn ergab, war höher. Da sich der Ölpreisanstieg relativ schnell umkehrte, wurde die anfängliche dämpfende Wirkung auf das BIP durch den nachfolgenden Ölpreyrückgang teilweise kompensiert (siehe Abbildung D, Schock zu Beginn). Anhand der aktuellen Öl-Terminkontraktkurve und unter der Annahme, dass geopolitische Ölangebotsschocks den größten Teil der implizierten Ölpreisänderungen im Jahr 2026 ausmachen, wird geschätzt, dass der Krieg im Nahen Osten das reale BIP-Wachstum im Euroraum im ersten Jahr um rund 0,4 Prozentpunkte verringern wird. Im Gegensatz zu den anderen Ereignissen dürfte sich die Wirkung im Laufe des Jahres allmählich verstärken. Dies hängt damit zusammen, dass für das zweite Quartal 2026 mit einem weiteren erheblichen Anstieg der Ölpreise gerechnet wird und dass die Terminkontraktkurve eine persistenterere Preisentwicklung impliziert.

Abbildung D

Geschätzte Auswirkungen eines geopolitischen Ölangebotsschocks auf das Wachstum des realen BIP im ersten Jahr

(in Prozentpunkten)



Quellen: Verduzco-Bustos und Zanetti (2026), Baumeister und Hamilton (2019), EIA, US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, New-Area-Wide-Modell-Datenbank, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP im Euroraum im ersten Jahr nach dem Ereignis. Dabei werden zwei Szenarios betrachtet: der Schock zu Beginn, der lediglich den geopolitischen Angebotsschock bei Eintritt des Ereignisses abbildet, und der Vierquartalschock, bei dem es sich um die Sequenz aller Schocks im ersten Jahr nach Eintritt des Ereignisses handelt. Die Schocks für den Golfkrieg und den Einmarsch Russlands in die Ukraine werden aus den identifizierten historischen Schock-Datenreihen abgeleitet, die Schocks für den Krieg im Nahen Osten aus der tatsächlichen Ölpreisentwicklung und der Öl-Terminkontraktkurve.

Insgesamt ist das Ausmaß des aktuellen Schocks weiterhin sehr unsicher und hängt von der Höhe und der Dauer des Ölpreisanstiegs ab.

Die Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität halten in der Regel auch nach der eigentlichen Umkehr der Ölpreisentwicklung an. Somit würde selbst ein rascher Rückgang der Ölpreise noch spürbare Produktionsverluste im Euroraum bedeuten. Sollte sich der Schock als hartnäckiger erweisen, dürften die kumulierten Wachstumseinbußen höher ausfallen als in den vorliegenden Schätzungen dargestellt. Darüber hinaus könnten sich durch umfassendere Lieferkettenstörungen sowie durch Spillover-Effekte auf den Gasmarkt die Auswirkungen des aktuellen Schocks noch weiter verstärken als in den historischen Schätzungen berücksichtigt. Bislang sind die Gaspreise jedoch recht stabil geblieben, was möglicherweise auf die geringe Abhängigkeit Europas von Erdgas aus dem Nahen Osten zurückzuführen ist.

Literaturverzeichnis

Arce, Ó., Battistini, N., Bouabdallah, O., Lis, E. und Mohr, M. (2026), [A tale of two energy crises – initial conditions matter](#), Der EZB-Blog, 3. Juni.

Baumeister, C. und Hamilton, J.D. (2019), [Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks](#), American Economic Review, Bd. 109, Nr. 5, Mai, S. 1873-1910.

Brignone, D., Gambetti, L. und Ricci, M. (2025), [Geopolitical risk shocks: when size matters](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2972, Mai (überarbeitet).

Iacoviello, M. und Tong, J. (2026), [The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#), Working Paper, Federal Reserve Board of Governors.

Känzig, D.R. (2021), [The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#), American Economic Review, Bd. 111, Nr. 4, April, S. 1092-1125.

Ferrari Minesso, M., Lopes Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. und Vidaházy, V. (2026), Reaktionen der US-Finanzmärkte auf geopolitische Schocks mit Störungen des Ölangebots, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2026.

Mori, L. und Peersman, G. (2026), [Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#), mimeo.

Verduzco-Bustos, G. und Zanetti, F. (2026), [The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#), CESifo Working Papers, Nr. 12606, April.

Untersuchung der Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum anhand von Umstrukturierungsankündigungen

Claudia Foroni und Nikolaos Papadatos

Im vorliegenden Kasten wird analysiert, inwieweit Medienberichte über angekündigte Unternehmensumstrukturierungen – die sowohl die Streichung als auch die Schaffung von Arbeitsplätzen betreffen können – aktuellere Hinweise auf die Dynamik des Arbeitsmarktes im Euroraum liefern können als herkömmliche statistische Kennzahlen. Als Grundlage dient der European Restructuring Monitor (ERM), ein seit 2002 von der Europäischen Stiftung zur Verbesserung der Lebens- und Arbeitsbedingungen (Eurofound) erstellter Datensatz mit Informationen auf Unternehmensebene. Für die Erstellung werden täglich nationale Wirtschaftsmedien und Unternehmenswebsites aus allen EU-Mitgliedstaaten und Norwegen untersucht. Ein Umstrukturierungsereignis wird erfasst, wenn mindestens 100 Arbeitsplätze oder mindestens 10 % der Beschäftigten eines Unternehmens mit mehr als 250 Beschäftigten betroffen sind.¹ Ereignisse müssen innerhalb von neun Monaten nach der Ankündigung eintreten und werden nach ihrer Art eingestuft (z. B. interne Umstrukturierung, Expansion, Offshoring, Fusion oder Konkurs). Daraus lassen sich Informationen zur Art des zugrunde liegenden Schocks ableiten, über die die herkömmlichen aggregierten Statistiken keine Auskunft geben. Somit könnte der ERM noch vor der Veröffentlichung offizieller Daten zeitnahe, hochfrequente Einblicke in die Arbeitsmarktentwicklungen bieten.

Die Medien berichten naturgemäß eher über Ankündigungen größerer Unternehmen; dies ist sowohl durch Meldeschwellen als auch durch das Medieninteresse bedingt. Der ERM dürfte also nicht repräsentativ für die Gesamtbeschäftigung stehen, insbesondere nicht in den Ländern, in denen die Wirtschaftstätigkeit auf kleinere Unternehmen konzentriert ist. Im Euroraum machen Unternehmen mit mindestens 250 Beschäftigten weniger als 1 % aller Unternehmen aus, auf sie entfallen aber rund 36 % der Gesamtbeschäftigung. Setzt man den Schwellenwert auf Unternehmen mit mindestens 50 Beschäftigten herab, steigt dieser Anteil auf rund 50 % (siehe Abbildung A). Entsprechend erfasst der ERM Umstrukturierungsankündigungen von Unternehmen, die insgesamt zwischen einem Drittel und der Hälfte aller Arbeitskräfte des gesamten Euroraums beschäftigen. Die Zahl der Arbeitskräfte, die von den erfassten Umstrukturierungsankündigungen direkt betroffen sind, ist allerdings deutlich geringer. Außerdem ist die Abdeckung von Land zu Land verschieden, weil sich die Wirtschaftsstrukturen und die Verteilung der Beschäftigung über die unterschiedlichen Unternehmensgrößen hinweg unterscheiden. Deutschland und Frankreich machen zusammen rund 40 % aller angekündigten Umstrukturierungsereignisse im Euroraum aus, die im ERM erfasst werden. Im Vergleich dazu werden für Spanien und Italien weniger Ereignisse erfasst. Dies ist teilweise darauf zurückzuführen, dass in diesen Ländern der Anteil der Menschen, die in größeren Unternehmen arbeiten, geringer ist. Der ERM erfasst

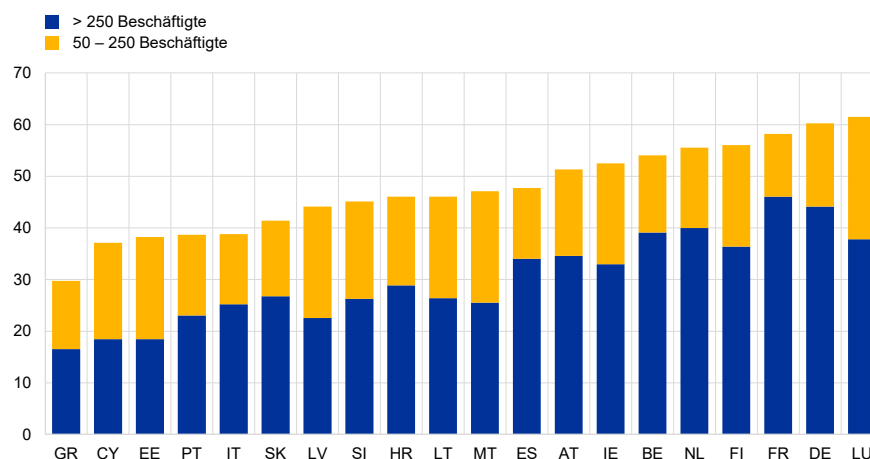
¹ Eine Beschreibung des Datensatzes und der Methodik findet sich in Litardi und Brattlund (2025).

also nur Umstrukturierungen bei größeren Arbeitgebern und liefert kaum Informationen zur Beschäftigungsdynamik bei kleinen Unternehmen sowie zu Aspekten wie Erwerbsbeteiligung und Zahl der geleisteten Arbeitsstunden. Er sollte daher nur als ergänzender und nicht als umfassender Indikator für die Arbeitsmarktbedingungen angesehen werden.

Abbildung A

Anteil der Beschäftigung in großen Unternehmen in Ländern des Euroraums

(Anteil an der gesamten Beschäftigung in %)



Quelle: Strukturelle Unternehmensstatistiken von Eurostat.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt für die einzelnen Länder des Euroraums den Anteil der Gesamtbeschäftigung, der auf Unternehmen mit mehr als 250 Beschäftigten und Unternehmen mit 50 bis 250 Beschäftigten entfällt. Die Werte beziehen sich auf die Durchschnittswerte im Zeitraum von 2021 bis 2024. Die Länder sind nach dem Gesamtanteil geordnet.

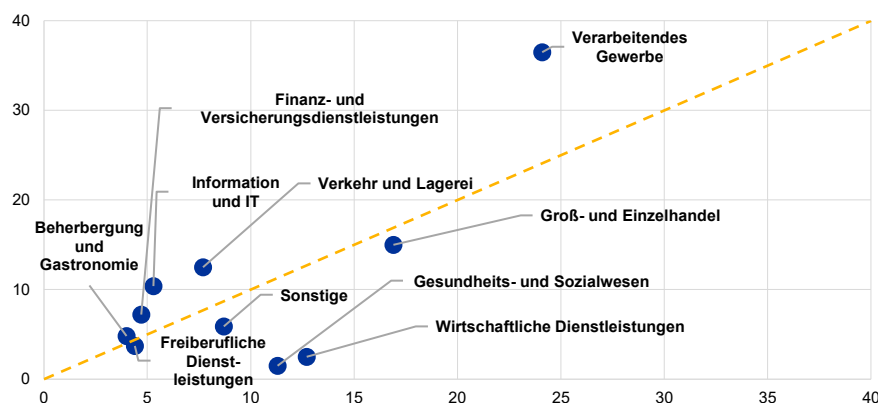
Die sektorale Verteilung der im ERM erfassten Ereignisse liefert Informationen darüber, in welchen Bereichen des vom Datensatz abgedeckten Wirtschaftssegments umfangreiche Umstrukturierungen am stärksten konzentriert sind. Daraus ergibt sich eine deskriptive Dimension, die die herkömmlichen aggregierten Arbeitsmarktstatistiken ergänzt (siehe Abbildung B). Verwendet man die Daten der strukturellen Unternehmensstatistiken von Eurostat zur sektoralen Beschäftigungsstruktur in größeren Unternehmen als Benchmark, dann sticht das verarbeitende Gewerbe als der Sektor hervor, in dem die Umstrukturierungsintensität am höchsten ist. Auf diesen Sektor entfallen 37 % der von Umstrukturierungsereignissen betroffenen Arbeitsplätze; zugleich arbeiten nur 24 % der Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe in Unternehmen mit mindestens 50 Beschäftigten.² In den Bereichen Gesundheitswesen, Sozialwesen und wirtschaftliche Dienstleistungen ist der Anteil der im ERM erfassten, von Umstrukturierungen betroffenen Arbeitsplätze hingegen deutlich geringer als der jeweilige Anteil der Beschäftigung in größeren Unternehmen. Der ERM basiert auf Ereignissen, über die in den Medien berichtet wird. Somit werden große, öffentlichkeitswirksame Fälle von Umstrukturierungen und abruptere Formen der Anpassung möglicherweise stärker berücksichtigt. Da derartige Verzerrungen in der

² Der Schwellenwert von 50 Beschäftigten ist der genaueste verfügbare Eurostat-Näherungswert; es wird keine Aufschlüsselung der Beschäftigten in Unternehmen mit mehr als 100 Beschäftigten veröffentlicht. Der ERM deckt alle Unternehmen mit mehr als 250 Beschäftigten und eine Teilmenge der Unternehmen mit 50 bis 250 Beschäftigten ab.

Berichterstattung je nach Sektor variieren können, sind diese Unterschiede mit Vorsicht zu interpretieren.

Abbildung B

Sektorale Verteilung der angekündigten Umstrukturierungsereignisse und Beschäftigung in großen Unternehmen



Quellen: Eurofound, Strukturelle Unternehmensstatistiken von Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die y-Achse zeigt die sektorale Verteilung der im ERM erfassten, von Umstrukturierungsereignissen betroffenen Arbeitsplätze, wobei alle Arten von Umstrukturierungsmaßnahmen berücksichtigt werden. Die x-Achse zeigt die sektorale Verteilung der Beschäftigung in Unternehmen mit 50 oder mehr Beschäftigten. Abgebildet sind die zehn größten Sektoren, alle übrigen Sektoren sind unter „Sonstige“ zusammengefasst. Die gestrichelte Linie ist die 45-Grad-Linie, entlang der der Anteil eines Sektors an Umstrukturierungsereignissen seinem Anteil der Beschäftigung in großen Unternehmen entspricht. Die Sektoren oberhalb dieser Linie sind im Verhältnis zum Anteil der Beschäftigten in großen Unternehmen übermäßig häufig von Umstrukturierungsaktivitäten betroffen. Die Daten beziehen sich auf die Durchschnittswerte in den Jahren von 2021 bis 2024. Dies ist der aktuellste Zeitraum, für den sektorale Beschäftigungsdaten aus den strukturellen Unternehmensstatistiken von Eurostat durchgängig verfügbar und über Länder und Sektoren hinweg vergleichbar sind; in den Jahren davor wurden Änderungen an den statistischen Klassifikationen und der Datenabdeckung vorgenommen.

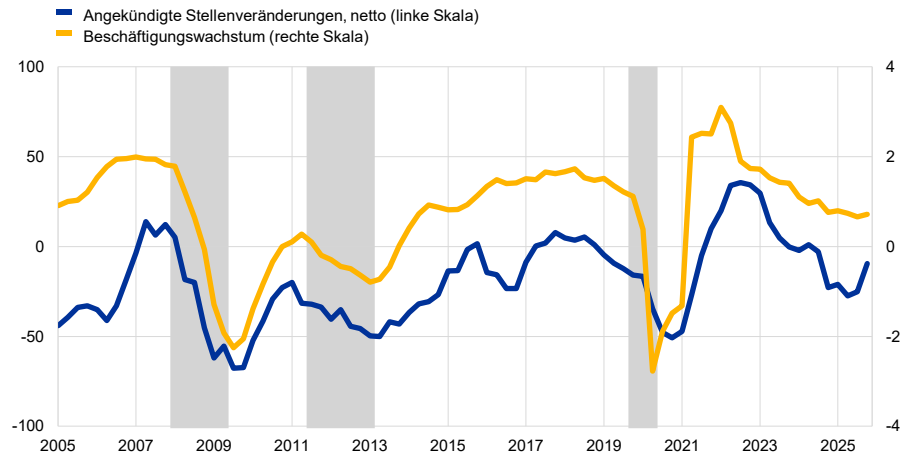
Anhand der Differenz zwischen geschaffenen und abgebauten Arbeitsplätzen lässt sich ein Indikator der angekündigten Nettostellenveränderungen berechnen, der sich weitgehend parallel zum Beschäftigungswachstum im Euroraum entwickelt.

Der Indikator ist definiert als die im ERM erfasste saisonbereinigte Zahl der angekündigten Stellenschaffungen abzüglich der angekündigten Stellenstreichungen. Die Stichprobe verwendet Daten ab 2005 und enthält im Durchschnitt rund 190 Beobachtungen pro Quartal. Sie entsprechen etwa 52 000 angekündigten Stellenschaffungen und 33 000 angekündigten Stellenstreichungen. Im Durchschnitt übersteigt die Zahl der Stellenstreichungen somit die der Stellenschaffungen, auch wenn die aggregierte Beschäftigung im Stichprobenzeitraum gestiegen ist. Darin spiegelt sich der Aufbau der Datenbank wider: Großflächige Stellenstreichungen sind in der Regel Einzelereignisse, die in den Medien große Beachtung finden und die Meldeschwellen des ERM leicht überschreiten, wohingegen Stellenzuwächse meist eher allmählich verlaufen, die Meldeschwellen seltener überschreiten und in den Medien weniger Aufmerksamkeit finden. Gleichwohl verläuft der Indikator der Stellenveränderungen, ausgedrückt als gleitender Vierquartalsdurchschnitt, weitgehend parallel zum Beschäftigungswachstum im Euroraum und deckt sich vor allem mit den bedeutenden Wendepunkten, die im Stichprobenzeitraum verzeichnet wurden (siehe Abbildung C).

Abbildung C

Beschäftigungswachstum im Euroraum und angekündigte Nettoveränderungen der Beschäftigung

(linke Skala: in Tsd. Arbeitsplätzen; rechte Skala: in %)



Quellen: Eurofound, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die im ERM erfassten saisonbereinigten Nettostellenveränderungen werden als vergangenheitsbezogener gleitender Vierquartalsdurchschnitt angezeigt. Das Beschäftigungswachstum im Euroraum wird als Jahreswachstumsrate angezeigt. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionsphasen im Euroraum (ermittelt vom Euro Area Business Cycle Network des Centre for Economic Policy Research). Die Daten decken den Zeitraum vom ersten Quartal 2005 bis zum ersten Quartal 2026 ab.

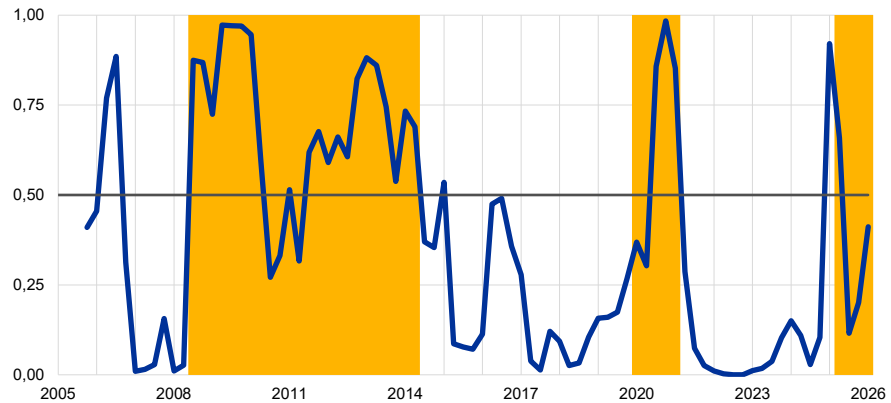
Eine modellbasierte Analyse zeigt, dass Umstrukturierungsankündigungen aussagekräftige Vorlaufinformationen zur Entwicklung des Beschäftigungswachstums im Euroraum liefern.

Ein Probit-Modell mit den angekündigten Nettostellenveränderungen zeigt, mit welcher Wahrscheinlichkeit das jährliche Beschäftigungswachstum im Euroraum unter den historischen Stichprobendurchschnitt fällt. Durch Einbeziehung verzögerter Werte des Indikators liefert das Modell zeitnahe Informationen über die Arbeitsmarktbedingungen, die die offiziellen Beschäftigungsstatistiken ergänzen. Es kann auch Hinweise darauf geben, wann das Beschäftigungswachstum wieder auf ein überdurchschnittliches Niveau zurückkehrt (siehe Abbildung D).

Abbildung D

Prognostizierte Wahrscheinlichkeit eines unterdurchschnittlichen Beschäftigungswachstums im Euroraum

(Wahrscheinlichkeit)



Quellen: Eurofound, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die prognostizierte Wahrscheinlichkeit eines unterdurchschnittlichen Beschäftigungswachstums im Euroraum. Berechnet wurde sie mit einem Probit-Modell, welches die kontemporären angekündigten Nettostellenveränderungen beinhaltet, sowie drei Verzögerungen des Indikators. Ein unterdurchschnittliches Wachstum ist definiert als ein jährliches Beschäftigungswachstum, das unter dem historischen Stichprobendurchschnitt von 0,7 % liegt. Die gelb schattierten Bereiche kennzeichnen Quartale mit einem realisierten unterdurchschnittlichen Beschäftigungswachstum. Die horizontale Linie markiert eine Wahrscheinlichkeitsschwelle von 0,5. Die Daten decken den Zeitraum vom ersten Quartal 2005 bis zum ersten Quartal 2026 ab.

Die jüngsten Umstrukturierungsankündigungen deuten darauf hin, dass das Beschäftigungswachstum auch im ersten Halbjahr 2026 unter dem historischen Durchschnitt verharren könnte. Das Beschäftigungswachstum im Euroraum hat sich seit Mitte 2025 verlangsamt und liegt nun nahe oder unter dem historischen Durchschnitt. Gleichzeitig ist die modellbasierte Wahrscheinlichkeit eines unterdurchschnittlichen Beschäftigungswachstums im Verlauf des Jahres gestiegen. Diese Wahrscheinlichkeitswerte sind zwar etwas volatil, deuten aber darauf hin, dass auch im ersten Quartal 2026 mit einem unterdurchschnittlichen Wachstum zu rechnen ist. Dies deckt sich auch mit der realisierten jährlichen Beschäftigungswachstumsrate von 0,6 %. Die Daten für April und Mai deuten darauf hin, dass das Beschäftigungswachstum auch im zweiten Quartal anhaltend schwach ausfallen dürfte; allerdings ist der Saldo der Umstrukturierungsankündigungen dann etwas positiver. Auf Länderebene sind Frankreich und Spanien die Haupttreiber dieser Verbesserung. In beiden Volkswirtschaften fallen die Nettoveränderungen der Beschäftigung positiv aus. In Deutschland übersteigt die Zahl der Stellenstreichungen nach wie vor die der Stellenschaffungen. Auf Sektorebene leisten die Informations- und IT-Branche sowie die Sektoren Öffentliche Verwaltung und Verteidigung weiterhin einen positiven Beitrag. Dagegen wird der Saldo im verarbeitenden Gewerbe zunehmend negativ, nachdem er im ersten Quartal noch weitgehend neutral ausgefallen war. Hier übersteigt die Zahl der Stellenstreichungen mehr und mehr die der Stellenschaffungen.

Literaturverzeichnis

Europäische Stiftung zur Verbesserung der Lebens- und Arbeitsbedingungen (Eurofound) (2025), [European Restructuring Monitor \(ERM\)](#).

Litardi, C. und Brattlund, E. (2025), [European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#), Working Paper Nr. WPEF25058 der Europäischen Stiftung zur Verbesserung der Lebens- und Arbeitsbedingungen (Eurofound), 18. September.

Europäische Kommission, Generaldirektion für Beschäftigung, Soziales und Integration (2025), [Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#), Publications Office of the European Union, Luxemburg.

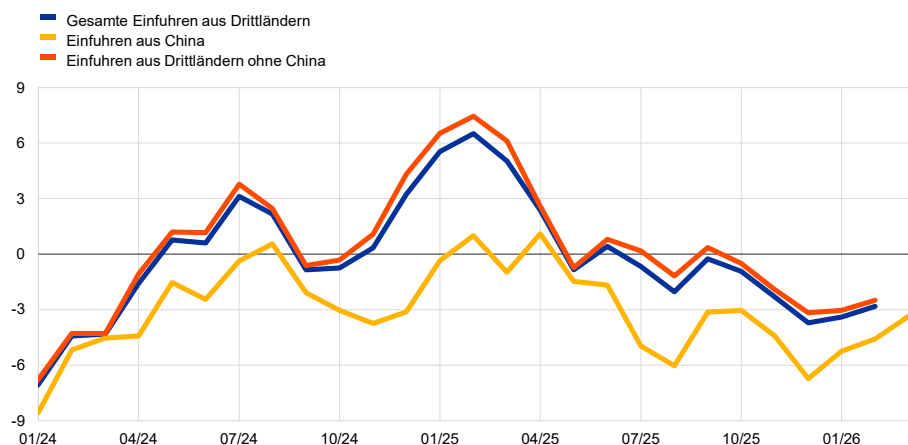
Was hat die Inflation bei Waren niedrig gehalten? Die Rolle der Importabhängigkeit von China

Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández und Giacomo Pongetti

Die Preise von Einfuhren aus China sind seit dem zweiten Halbjahr 2025 im Jahresvergleich gesunken, und diese Entwicklung übt einen Abwärtsdruck auf die Inflation bei Waren aus. Im März 2026 fielen die Preise von Einfuhren aus China gegenüber dem Vorjahr um 3,3 %, nachdem sie im Februar um 4,6 % gesunken waren. Damit gingen sie deutlich stärker zurück als die Preise der gesamten Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums und die Preise der Einfuhren aus anderen Ländern als China. Letztere waren im Februar 2026 um 2,4 % niedriger als im Vorjahr (Abbildung A). Zugleich hat sich bei den Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums der Anteil Chinas seit 2024 von 14 % auf 17 % erhöht, wofür auch die steigende Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Erzeugnisse verantwortlich war. Die starke Abhängigkeit von Importen aus China und sinkende Preise bestimmter Konsumgüter haben dazu beigetragen, dass der Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im Euroraum verhalten blieb. In diesem Kasten wird untersucht, wie sich die höheren Importe des Euroraums aus China und deren vergleichsweise niedrige und rückläufige Preise auf den Preisauftrieb bei Waren im Euroraum auswirken.¹

Abbildung A
Einfuhrpreise im Euroraum

(Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2026 (gesamte Einfuhren aus Drittländern und Einfuhren aus Drittländern ohne China) bzw. März 2026 (Einfuhren aus China).

Die Preise für stark von Einfuhren aus China abhängige Konsumgüter aus dem Euroraum haben sich jüngst vergleichsweise verhalten entwickelt. Dieser gedämpfte Trend spiegelt sich in einem Teilindex für Industrieerzeugnisse ohne

¹ Siehe Di Sano et al. (2023), Boeckelmann et al. (2025) und Al-Haschimi et al. (2025).

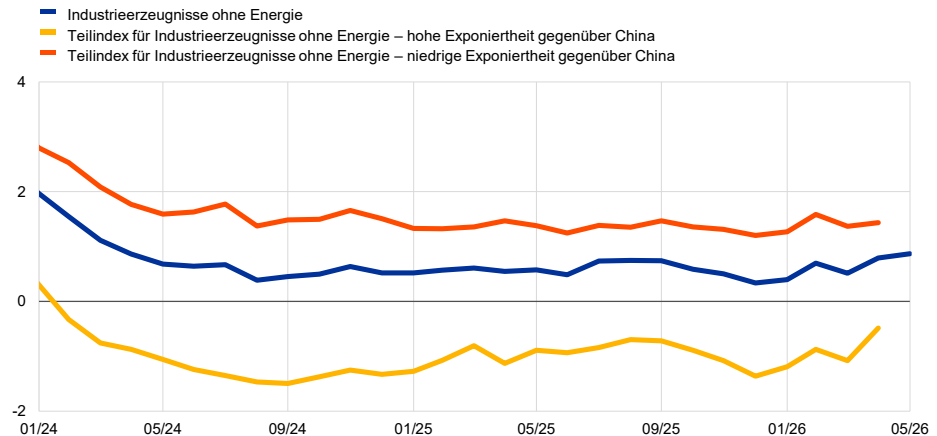
Energie wider, der sich auf Positionen mit vergleichsweise hoher Abhängigkeit von Einfuhren aus China konzentriert (d. h. Positionen mit einem über dem Median liegenden Importanteil aus China). Der Preisauftrieb bei diesen gegenüber China exponierten Waren war durchweg niedriger als der gesamte Preisauftrieb bei Waren. Dies steht im Gegensatz zu der stärkeren Inflationsdynamik im genannten Teilindex, in dem Waren mit geringer Exponiertheit gegenüber China erfasst sind (Abbildung B, Grafik a). Bei Positionen, deren Importanteil aus China zugenommen hat (z. B. Fahrräder, Werkzeuge, Geräte, Möbel, Textilien und Waren der Informations- und Kommunikationstechnologie), sind die Einfuhrpreise 2025 besonders stark gesunken. Für diese Positionen (gelbe Punkte in Abbildung B, Grafik b) wurden im Schnitt niedrigere Teuerungsraten als für andere Waren verzeichnet, die überdies zumeist unter ihren historischen Durchschnittswerten blieben. Gleichwohl besteht über die einzelnen Warenkategorien hinweg keine eindeutige kontemporäre Korrelation zwischen dem Anstieg der Preise von Einfuhren aus China und der Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie. Ursächlich hierfür dürften Friktionen wie verzögerte Wechselkurseffekte, Margenanpassungen, Preisregulierungen und eine unelastische Nachfrage sein, die sich in unterschiedlicher Weise auf die Gütermärkte auswirken. Um dieser Heterogenität Rechnung zu tragen, wird in der Analyse ein granularer positionsweiser Ansatz verwendet, bei dem die Wareninflationsrate für jede unter Industrieerzeugnissen ohne Energie erfasste Position gesondert modelliert wird.

Abbildung B

Verbindung zwischen Preisauftrieb bei Waren im Euroraum und Einfuhren aus China

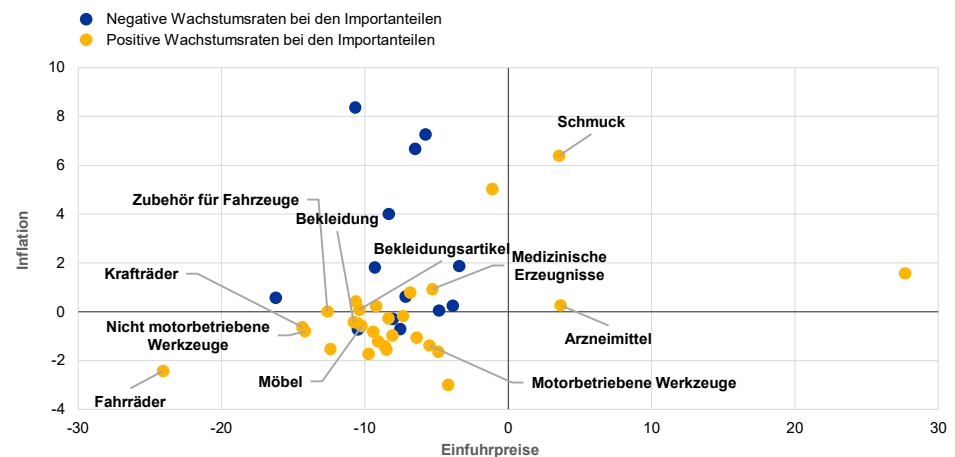
a) Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und Positionen mit hoher Importabhängigkeit von China

(Jahreswachstumsrate)



b) Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie, Einfuhranteile und Anstieg der Einfuhrpreise

(in %)



Quellen: Grafik a: Eurostat, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen. Grafik b: Trade Data Monitor, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Teilindizes der Industrieerzeugnisse ohne Energie entsprechen der gewichteten Summe der Wareneinflation bei denjenigen Positionen, die entweder eine hohe oder eine niedrige Importabhängigkeit von China aufweisen (über/unter dem Median). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026. Grafik b: Beide Achsen zeigen die Abweichung vom langfristigen vorpandemischen Trend gegenüber dem Vorjahr. Die Abbildung umfasst alle Positionen, die zur Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie zählen. Ausgenommen ist die Wasserversorgung, für die keine Einfuhr erfolgt. Die Änderungen des Anteils der Einfuhren aus China werden auf Basis der letzten zwölf Monate im Vergleich zu 2023 berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2026 (Schnellschätzung, Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie), auf April 2026 (Teilindizes der Industrieerzeugnisse ohne Energie) bzw. auf Februar 2026 (Einfuhranteile und Einfuhrpreise).

Empirische Daten belegen, dass die Preise für Einfuhren aus China äußerst unterschiedlich an die unter der Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie erfassten Positionen weitergegeben werden. Für 39 Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie liegen Angaben zu den Preisen für Einfuhren aus China vor. Für diese wird ein bayesianisches vektorautoregressives Modell verwendet, das sektorspezifische Importpreisschocks für die entsprechenden

Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie ermittelt.² Sektoren gelten dann als „chinasensitiv“, wenn die Teuerungsraten der Industrieerzeugnisse ohne Energie auf derartige Schocks stark reagieren. Ausgehend von den 39 Warenpositionen werden in Schaubild A die Auswirkungen auf jene 21 Warenpositionen gezeigt, die signifikant auf Einfuhrpreisschocks aus China reagieren. Basierend auf den HVPI-Gewichten für 2026 machen diese Positionen rund die Hälfte des gesamten Korbs der Industrieerzeugnisse ohne Energie aus. Die Ergebnisse der Studie deuten darauf hin, dass die Teuerung bei Waren in den sensitivsten Sektoren (unterstrichene Positionen in Abbildung A) – d. h. bei Möbeln, elektrischen Kleingeräten, Heimtextilien, Glaswaren und Tafelgeschirr sowie elektrischen Großgeräten – um maximal 0,1 bis 0,7 Prozentpunkte sinkt, wenn die Steigerungsrate der sektorspezifischen Preise von Importen aus China um 10 % zurückgeht. Viele dieser Positionen weisen eine vergleichsweise hohe Abhängigkeit von Einfuhren aus China auf. Allerdings reagieren auch andere Positionen mit niedrigerer Abhängigkeit stärker auf Einfuhrpreisschocks aus China. Dies legt den Schluss nahe, dass China die Preisgestaltung im Euroraum über indirekte Kanäle beeinflussen könnte, etwa durch niedrigere Preise infolge der Umlenkung von Handelsströmen aus anderen Ländern oder durch stärkeren Wettbewerbsdruck chinesischer Hersteller an den Weltmärkten. Das obere Ende der Schätzspanne entspricht – unter Berücksichtigung des Importanteils Chinas am Korb der Industrieerzeugnisse ohne Energie und unter der Annahme einer vollständigen Weitergabe – weitgehend einer groben Schätzung der Auswirkungen der Preisentwicklung von Einfuhren aus China.³ Das Tempo der Anpassung ist je nach Position unterschiedlich, wobei sich die Reaktionen allmählich aufbauen und der stärkste Negativeffekt nach etwa neun bis 18 Monaten erreicht wird.

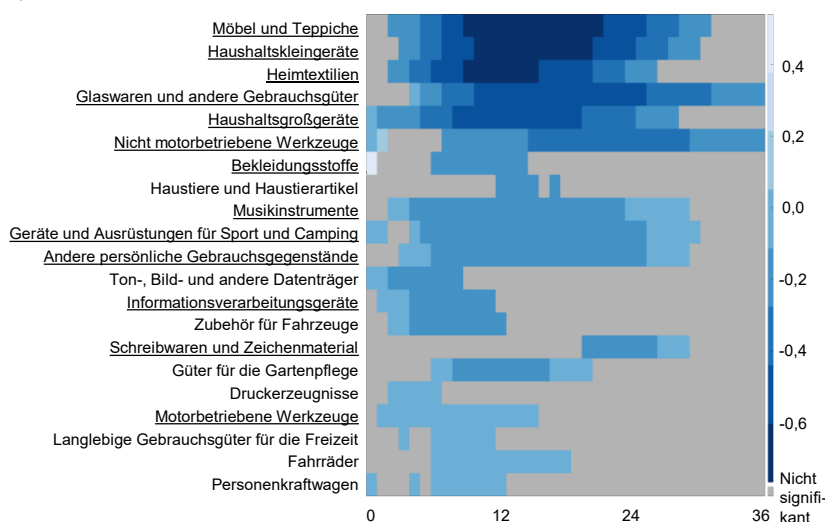
² Jedes granulare bayesianische vektorautoregressive Modell mit Minnesota-Priors und Fat Tails umfasst die Ölpreise in Euro, die globale Wirtschaftslage (siehe [Baumeister et al. 2022](#)), den EUR/USD-Wechselkurs, granulare Einheitswertindizes der Einfuhren aus China, die Industrieproduktion und die granularen Industrieerzeugnisse ohne Energie. Der granulare Einfuhrpreisschock wird durch ein rekursives Identifikationsschema gemäß der vorgenannten Reihenfolge ermittelt. Dabei werden nur 39 der 44 Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie auf der vierstelligen COICOP-Ebene verwendet, da Einheitswerte für Importe aus China in den Bereichen Wasserversorgung, Mobiltelefone, audiovisuelle Medien, Zeitungen und Zeitschriften oder Devotionalien nicht verfügbar sind. Zusammengefasst haben diese ausgenommenen Positionen einen Anteil von 4,6 % am Korb der Industrieerzeugnisse ohne Energie.

³ Die gesamten Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums machen rund 18 % des gesamten Korbs der Industrieerzeugnisse ohne Energie aus (bzw. rund 32 % bei Berücksichtigung direkter und indirekter Effekte). Zudem liegt der Anteil Chinas an den Industrieerzeugnissen ohne Energie aus Drittländern bei etwa 24 %. Daher würde ein Rückgang der Preise von Einfuhren aus China um 10 % den Preisaufruf bei Industrieerzeugnissen ohne Energie um etwa 0,4 bis 0,7 Prozentpunkte dämpfen.

Schaubild A

Heatmap der Impulsreaktionen von Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie, die stärker auf granulare Einfuhrpreisschocks aus China reagieren

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Berechnungen, Eurostat, Statistical Data Warehouse, Trade Data Monitor, Baumeister et al. für den Indikator zur globalen Wirtschaftslage.

Anmerkung: Die Heatmap zeigt die medianen Impulsreaktionen von verschiedenen Industrieerzeugnissen ohne Energie, die auf Einfuhrpreisschocks aus China in denselben Kategorien reagieren, und zwar über einen Zeitraum von bis zu drei Jahren. Die Reaktionen sind auf einen Rückgang der Jahressteigerungsrate der Einfuhrpreise der jeweiligen Industrieerzeugnisse ohne Energie um 1 % normalisiert. Negative Zahlen sind in der blauen Skala dargestellt und nicht signifikante Segmente der Impulsreaktionen in grau, basierend auf einem Konfidenzintervall von 68 %. Positionen mit einem hohen Importanteil aus China sind unterstrichen.

Schätzungen der Auswirkungen von Preisschocks bei Einfuhren aus China, die von dieser granularen Analyse abgeleitet werden, deuten auf einen zunehmend negativen, wenn auch gedämpften Beitrag zum Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im Jahr 2025 und Anfang 2026 hin.

Die historische Zerlegung der Gesamtinflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie erfolgt durch Aggregation des geschätzten Effekts solcher Einfuhrpreisschocks auf die Teuerung einzelner Waren unter Verwendung der HVPI-Gewichte. Der geschätzte Effekt von Einfuhrpreisschocks aus China war durchweg negativ und scheint den Rückgang des Preisauftriebs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im zweiten Halbjahr 2025 und im ersten Quartal 2026 begünstigt zu haben (Abbildung C). Dies steht im Einklang damit, dass die Preise für Einfuhren aus China weiterhin unter denen aus anderen Ländern liegen und dass China-exponierte Industrieerzeugnisse ohne Energie 2025 über weite Strecken negative Teuerungsraten verzeichneten (Abbildungen A und B). Die historische Zerlegung zeigt, dass Einfuhrpreisschocks aus China die Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im April 2026 um rund 0,27 Prozentpunkte verringert haben.⁴ Im Gegensatz dazu leisteten diese Schocks im Januar 2024 einen geringfügig positiven

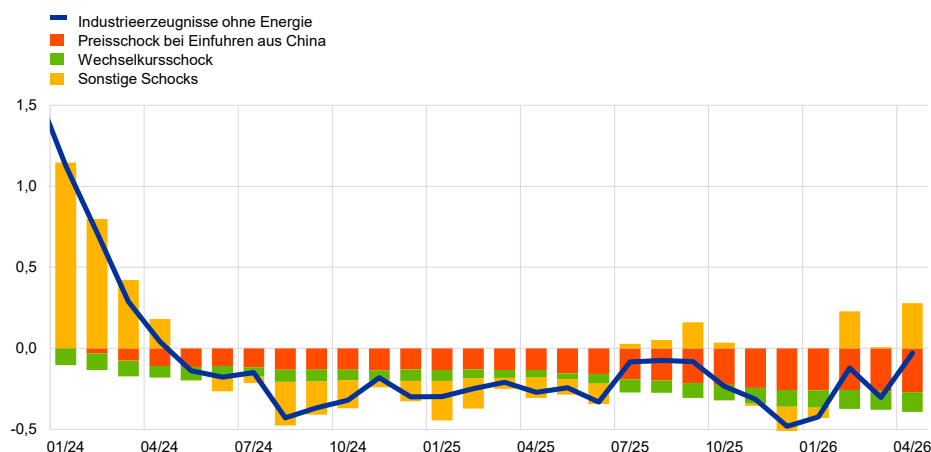
⁴ Bis April 2026 sind zwar granulare HVPI-Daten verfügbar, doch granulare Einfuhrpreisdaten für China liegen nur bis Februar 2026 vor. Um diese Lücke zu schließen, wurden die fehlenden Daten für Februar und März 2026 mit einem Kalman-Filter extrapoliert, der in alle granularen Modelle eingebettet ist (siehe Fußnote 2).

Beitrag von rund 0,01 Prozentpunkten.⁵ Eine Einschränkung dieser Untersuchung besteht darin, dass Einfuhrpreisschocks aus China zum Teil Wechselkursbewegungen widerspiegeln könnten. Im Modell wird dieses Messrisiko dadurch begrenzt, dass dort der USD/EUR-Wechselkurs vor den Preisen von Einfuhren aus China angeordnet wird. Folglich werden Veränderungen der Einfuhrpreise, die auf Schwankungen des US-Dollar zurückgehen, zuerst durch den spezifischen Wechselkursschock erfasst. Dies ist wichtig, da ein großer Teil der Einfuhren des Euroraums aus China in US-Dollar fakturiert wird. Der geschätzte Wechselkursschock dürfte die von USD/EUR-Schwankungen ausgehenden Wechselkurseffekte absorbieren. Daher umfasst der verbleibende Preisschock bei Einfuhren aus China Preisänderungen, die sich nicht durch Wechselkursschwankungen erklären lassen.⁶

Abbildung C

Historische Zerlegung der Gesamtinflation der Industrieerzeugnisse ohne Energie

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten als Abweichung vom Median und den Ausgangsbedingungen)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis granularer bayesianischer vektorautoregressiver Modelle für Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026.

Insgesamt sind die Preise von Einfuhren aus China nach wie vor ein wesentlicher Grund für externen Preisdruck im Euroraum, auch wenn ihr geschätzter Effekt auf die Teuerung von Konsumgütern begrenzt ist. Diese Einfuhrpreise haben den Preisauftrieb bei Industrieerzeugnissen ohne Energie vor allem seit 2025 zunehmend gedämpft. Mehrere Faktoren deuten darauf hin, dass dieser Disinflationsdruck fortdauern könnte. Die Preise für Einfuhren aus China könnten aufgrund anhaltender Überschusskapazitäten, einer schwachen Binnennachfrage und der Abwertung des Renminbi vergleichsweise verhalten bleiben. Nach wie vor könnte es zudem zu einer gewissen Umlenkung chinesischer Ausfuhren weg von den Vereinigten Staaten kommen, wodurch sich das Angebot chinesischer Waren auf anderen Märkten, darunter auch der Euroraum, erhöhen

⁵ Sonstige Schocks umfassen Schocks in Bezug auf die Ölpreise, die globale Wirtschaftslage, die Industrieproduktion und die Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie, die jeweils anhand einer Cholesky-Zerlegung identifiziert werden. Der Begriff „Konstante“ spiegelt den Beitrag zur Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie durch seinen eigenen langfristigen Gleichgewichtswert wider.

⁶ Gemäß französischen Zolldaten auf Unternehmensebene ist der Anteil von in Renminbi fakturierten Einfuhren aus China vergleichsweise gering (2024: 11 %).

würde. Allerdings gibt es auch Anzeichen für einen Aufwärtsdruck durch höhere Ölpreise und höhere Erzeugerpreise in China. Diese Entwicklung könne eine gewisse Reflation begünstigen.

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.

Baumeister, C., Korobilis, D. und Lee, T. K. (2022), [Energy Markets and Global Economic Conditions](#), The Review of Economics and Statistics, 104(4), S. 828-848.

Boeckelmann, L., Emter, L., Gunnella, V., Klieber, K. und Spital, T. (2025), [China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#), Der EZB-Blog, 30. Juli

Di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. und Toh, S. G. (2023), [Übertragungseffekte der zuletzt negativen Inflation in China auf den Euroraum](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2023.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 11. Februar bis zum 5. Mai 2026

Samuel Bieber und Christelle Puyo

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der ersten und zweiten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2026. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengefasst über den Zeitraum vom 11. Februar bis zum 5. Mai 2026 („Berichtszeitraum“).

Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm weiter ab. Insgesamt wurde im Berichtszeitraum weniger Liquidität bereitgestellt. Hauptgrund hierfür waren die gesunkenen Wertpapierbestände des Eurosystems aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP). Diese gehen zurück, weil die Tilgungsbeträge aus dem APP seit Anfang Juli 2023 und jene aus dem PEPP seit Ende Dezember 2024 nicht mehr reinvestiert werden. Die rückläufige Liquiditätsbereitstellung wurde zum Teil durch einen Rückgang der autonomen Faktoren (netto) ausgeglichen, durch den sich die Liquidität im Bankensystem erhöhte.

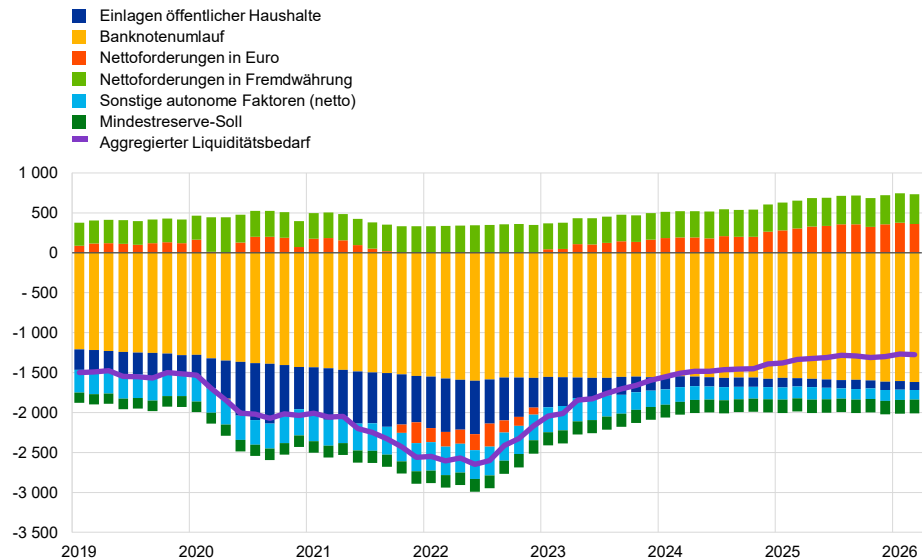
Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euroraum – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 33 Mrd. € auf 1 273 Mrd. € (siehe Tabelle A). Dies war darauf zurückzuführen, dass die autonomen Faktoren in der Nettobetrachtung sanken, da die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren zunahmen und die liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren stabil blieben (siehe Abbildung A). Allerdings wurden die Auswirkungen auf den Liquiditätsbedarf durch einen Anstieg des Mindestreserve-Soll um 3 Mrd. € auf 172 Mrd. € etwas gedämpft.

Abbildung A

Aggregierter Liquiditätsbedarf, aufgeschlüsselt nach Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(in Mrd. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Balken zeigen die Durchschnittswerte für die jeweilige Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Es gibt acht Erfüllungsperioden pro Jahr, wobei die achte Periode bis in das folgende Kalenderjahr reicht. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die zweite Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2026.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum um 35 Mrd. € zu – in erster Linie bedingt durch einen Anstieg der Nettoforderungen in Euro um 28 Mrd. €.

Ursächlich für diesen Anstieg waren ein Rückgang der nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Euro-Einlagen (die liquiditätsabschöpfend wirken) und ein Anstieg der nicht geldpolitisch motivierten Anlagen in Euro (die liquiditätszuführend wirken). Zudem nahmen die Nettoforderungen in Fremdwährung um 8 Mrd. € zu.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren blieben im Berichtszeitraum stabil.

Dem leichten Anstieg des durchschnittlichen Banknotenumlaufs (um 5 Mrd. €) und der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (um 2 Mrd. €) stand ein Rückgang der sonstigen autonomen Faktoren (netto) um 8 Mrd. € gegenüber.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

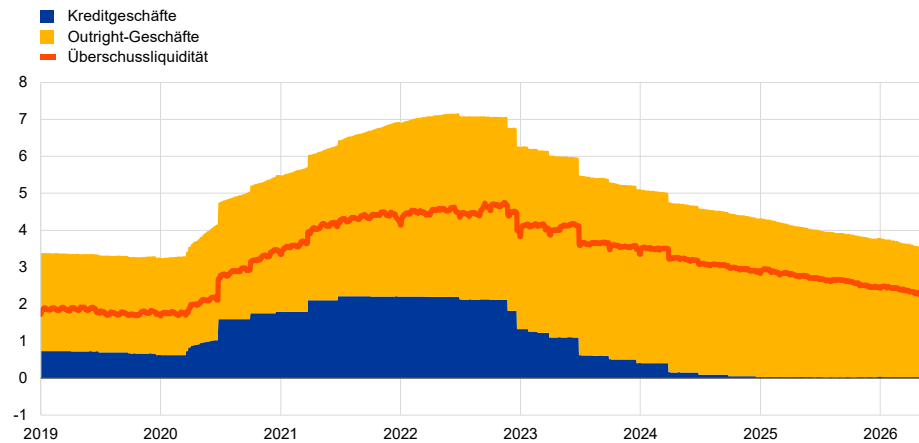
Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 145 Mrd. € auf 3 632 Mrd. € (siehe Abbildung B).

Dieser Rückgang war fast ausschließlich dadurch bedingt, dass sich das Portfolio der geldpolitischen Outright-Geschäfte des Eurosystems um 144 Mrd. € reduzierte, nachdem weitere APP- und PEPP-Bestände getilgt und die Tilgungsbeträge nicht mehr reinvestiert wurden. Damit sank die über diese Geschäfte bereitgestellte Liquidität im Berichtszeitraum auf 3 608 Mrd. €.

Abbildung B

Über Offenmarktgeschäfte bereitgestellte Liquidität und Überschussliquidität

(in Bio. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die zweite Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2026.

Die durchschnittliche über Kreditgeschäfte bereitgestellte Liquidität belief sich im Berichtszeitraum unverändert auf 24 Mrd. €.

Die durchschnittlichen ausstehenden Beträge aus den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) und den dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) verharrten bei 13 Mrd. € bzw. 11 Mrd. €. Die Teilnahme an diesen Standardgeschäften war angesichts der komfortablen Liquiditätsposition der Banken und der guten Verfügbarkeit alternativer, marktbasierter Finanzierungsquellen weiterhin verhalten. Allerdings ist die Zahl der Banken, die ihren Zugang zu den Standardgeschäften testet, 2026 gewachsen. Dies deutet darauf hin, dass sich die Banken in Anbetracht der anhaltenden Verkürzung der Eurosystem-Bilanz operativ darauf vorbereiten, künftig an diesen Geschäften teilnehmen zu können.

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 112 Mrd. € auf 2 358 Mrd. € zurück (siehe Abbildung B).

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

Zinsentwicklung

Der EZB-Rat beließ die drei Leitzinssätze im Berichtszeitraum unverändert – darunter auch den Zinssatz für die Einlagefazilität, mit dem er den

geldpolitischen Kurs steuert. Somit lagen die Zinssätze für die Einlagefazilität, die HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität weiterhin bei 2,00 %, 2,15 % bzw. 2,40 % (siehe Tabelle B).

Der durchschnittliche €STR (Euro Short-Term Rate) stieg im Berichtszeitraum marginal an, sodass sich der negative Spread gegenüber dem Einlagesatz leicht verringerte. Im Schnitt lag der €STR im Berichtszeitraum 6,8 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität, verglichen mit 7,0 Basispunkten in der siebten und der achten Erfüllungsperiode 2025.

Der durchschnittliche Euro-Reposatz (gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro) lag im Berichtszeitraum weiterhin näher am Zinssatz für die Einlagefazilität als am €STR. Im Durchschnitt überstieg der Reposatz den Einlagesatz um 0,7 Basispunkte und damit etwas mehr als im vorangegangenen Berichtszeitraum.

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 11. Februar bis 5. Mai 2026						Vorheriger Berichtszeitraum: 5. November 2025 bis 10. Februar 2026	
	Erste und zweite Erfüllungs- periode		Erste Erfüllungs- periode: 11. Februar bis 24. März 2026		Zweite Erfüllungs- periode: 25. März bis 5. Mai 2026		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Liquiditätszuführende Faktoren								
Autonome Faktoren	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
- Nettoforderungen in Fremdwährung	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
- Nettoforderungen in Euro	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
Geldpolitische Geschäfte	3 632	(-145)	3 671	(-86)	3 592	(-79)	3 776	(-125)
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
- Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
- Outright-Geschäfte	3 608	(-144)	3 650	(-81)	3 566	(-84)	3 752	(-128)
- Sonstige Liquiditätsbereitstellung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquiditätsabschöpfende Faktoren								
Autonome Faktoren	1 842	(-0)	1 844	(-9)	1 840	(-4)	1 842	(+9)
- Banknotenumlauf	1 612	(+5)	1 607	(-8)	1 616	(+9)	1 607	(+15)
- Einlagen öffentlicher Haushalte	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
- Sonstige autonome Faktoren (netto)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
Geldpolitische Geschäfte								
- Sonstige Liquiditätsabschöpfung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidität und ständige Fazilitäten								
- Giroguthaben der Kreditinstitute	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
- Mindestreserve-Soll ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
- Spitzenrefinanzierungsfazilität	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
- Einlagefazilität	2 353	(-112)	2 397	(-56)	2 308	(-89)	2 465	(-143)
- Überschussliquidität ²⁾	2 358	(-112)	2 402	(-56)	2 315	(-87)	2 470	(-143)
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung								
- Aggregierter Liquiditätsbedarf ³⁾	1 273	(-33)	1 269	(-30)	1 277	(+8)	1 306	(+18)
- Autonome Faktoren (netto) ⁴⁾	1 102	(-35)	1 098	(-32)	1 105	(+7)	1 137	(+17)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

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

Tabelle B

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 11. Februar bis 5. Mai 2026				Vorheriger Berichtszeitraum: 5. November 2025 bis 10. Februar 2026			
	Erste Erfüllungsperiode: 11. Februar bis 24. März 2026		Zweite Erfüllungsperiode: 25. März bis 5. Mai 2026		Siebte Erfüllungsperiode: 5. November bis 22. Dezember 2025		Achte Erfüllungsperiode: 23. Dezember 2025 bis 10. Februar 2026	
Hauptrefinanzierungs- geschäfte (HRGs)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungs- fazilität	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Einlagefazilität	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,01)	2,01	(-0,00)	2,00	(+0,01)	2,00	(-0,00)

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

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

Der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses des Euroraums im Jahr 2025

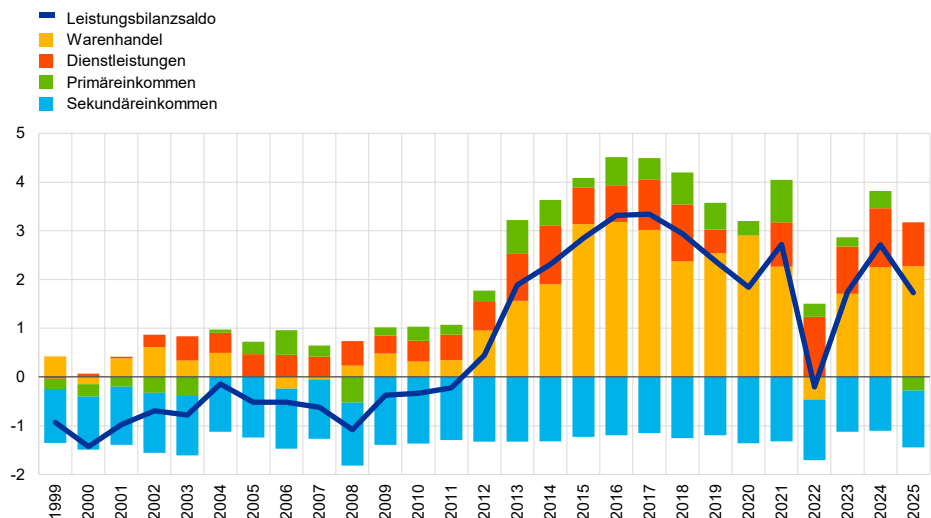
Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris und Martin Schmitz

Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums verringerte sich im Jahr 2025 merklich. Zurückzuführen war dies auf die Handelszölle der Vereinigten Staaten, die Aktivitäten multinationaler US-Unternehmen (US-MNUs), strukturelle Verschiebungen im globalen Warenhandel sowie steigende Investitionen in Digitalisierung und künstliche Intelligenz (KI). Der Überschuss sank 2025 auf 1,7 % des BIP, verglichen mit 2,7 % des BIP im Jahr 2024 (siehe Abbildung A). Mit Ausnahme des Zeitraums von 2022 bis 2023, der durch den Energiepreisschock nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine gekennzeichnet war, war dies der geringste Leistungsbilanzüberschuss, seit sich der Saldo 2012 im Gefolge der Staatsschuldenkrise von einem Defizit in einen Überschuss umkehrte.¹ Im vorliegenden Kasten werden die Hauptursachen dieser Abnahme untersucht.

Abbildung A

Saldo und Komponenten der Leistungsbilanz des Euroraums

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses des Euroraums im Jahr 2025 war in erster Linie auf die Entwicklung des Dienstleistungsverkehrs und der Einkommensströme und weniger auf den Warenhandel zurückzuführen. Der Überschuss im Warenhandel erhöhte sich leicht von 2,2 % des BIP im Jahr 2024 auf 2,3 % im Jahr 2025. Demnach war die Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses größtenteils auf Veränderungen jenseits des Warenhandels zurückzuführen. So kehrte sich der Saldo der Primäreinkommen von einem Überschuss in Höhe von

¹ Siehe Emter et al. (2023).

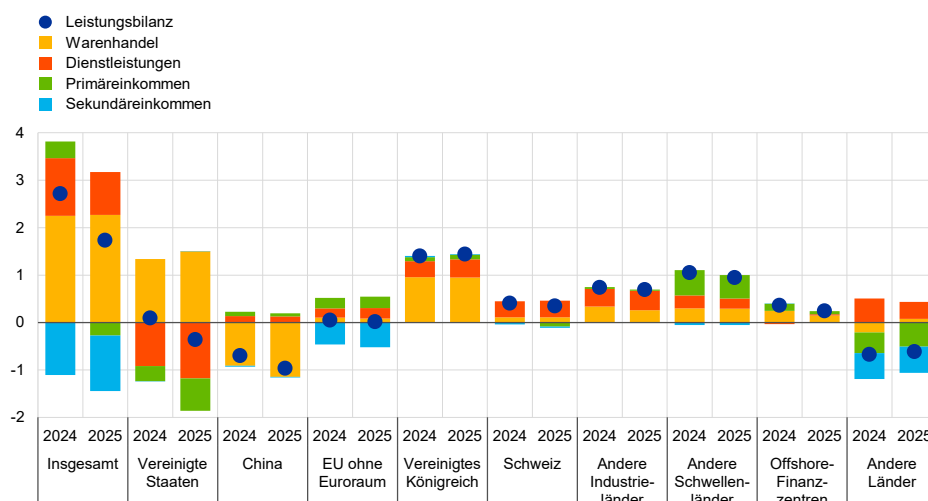
0,4 % des BIP in ein Defizit von 0,3 % des BIP um, und der Dienstleistungsüberschuss sank von 1,2 % auf 0,9 % des BIP.

Ausschlaggebend für die Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses des Eurogebiets 2025 waren vor allem Entwicklungen gegenüber den Vereinigten Staaten und China (siehe Abbildung B). Der bilaterale Leistungsbilanzsaldo gegenüber den Vereinigten Staaten hat sich spürbar verändert. Nach einem Überschuss von 0,1 % des BIP im Jahr 2024 wurde 2025 ein Defizit von 0,4 % des BIP verbucht, was auf höhere Defizite im Dienstleistungsverkehr und bei den Primäreinkommen im Euroraum zurückzuführen war. Das Leistungsbilanzdefizit des Euroraums gegenüber China weitete sich analog zum steigenden Warendefizit aus, und zwar von 0,7 % des BIP im Jahr 2024 auf 1,0 % im Jahr 2025.

Abbildung B

Leistungsbilanzsaldo des Euroraums: geografische Aufschlüsselung

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EU ohne Euroraum“ umfasst die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sowie jene Institutionen und Einrichtungen der EU, die den Ländern außerhalb des Euroraums zugerechnet werden (z. B. die Europäische Kommission oder die Europäische Investitionsbank). „Andere Industrieländer“ umfasst Australien, Japan, Kanada, Norwegen und Südkorea. „Andere Schwellenländer“ beinhaltet Argentinien, Brasilien, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika und die Türkei. „Andere Länder“ umfasst alle Länder, die in der Abbildung nicht aufgeführt sind, sowie nicht zugeordnete Transaktionen.

Der Umstand, dass sich der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums gegenüber den Vereinigten Staaten im Jahr 2025 von einem Überschuss in ein Defizit umkehrte, hing mit den Aktivitäten von US-MNUs zusammen. Die im Euroraum ansässigen Tochtergesellschaften dieser Unternehmen stützten zwar die Nettoexporte im Warenhandel, trieben aber zugleich das Dienstleistungs- und Einkommensdefizit in die Höhe. Der höhere Überschuss im Warenhandel mit den Vereinigten Staaten ergab sich in erster Linie aus Arzneimittelexporten (siehe Abbildung C), die größtenteils auf Tochtergesellschaften von US-MNUs mit Sitz im Euroraum – überwiegend in Irland – zurückzuführen waren.² Zum Teil spiegeln sich im Exportwachstum auch Vereinbarungen zur Auftragsfertigung wider, wonach Waren im Einklang mit den internationalen statistischen Standards in der Zahlungsbilanz als Ausfuhren des Euroraums erfasst werden, auch wenn sie nicht

² Siehe Emter et al. (2025).

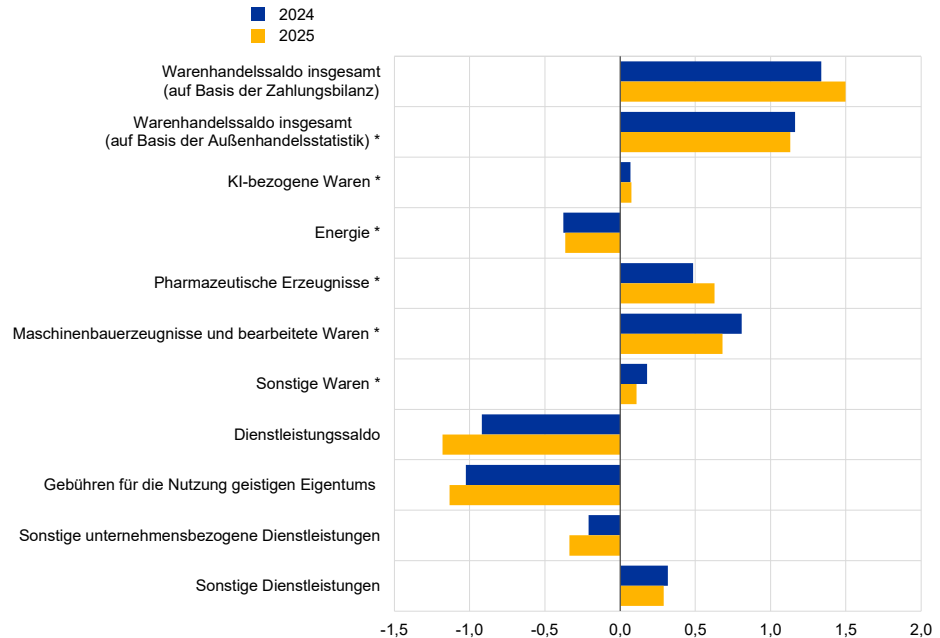
physisch im Euroraum hergestellt wurden. Die Produktionsstrukturen der Tochtergesellschaften von US-MNUs im Euroraum beruhen sowohl im Arzneimittel- als auch im Technologiesektor häufig auf dem geistigen Eigentum von US-Muttergesellschaften. Die entsprechenden Aufwendungen werden als Dienstleistungsimporte des Euroraums aus den Vereinigten Staaten erfasst, während die Gewinne der Tochterunternehmen der US-MNUs den Primäreinkommen aus Direktinvestitionen zugerechnet werden. Schätzungen auf Basis der Systematik von Emter et al. (2025) legen nahe, dass rund 40 % des im Jahr 2025 verzeichneten Überschusses im Warenhandel des Eurogebiets mit den Vereinigten Staaten auf den Handel von Tochtergesellschaften von US-MNUs im Euroraum zurückzuführen waren. Zugleich waren diese Gesellschaften für fast 90 % des Defizits im Dienstleistungsverkehr des Eurogebiets verantwortlich. So leistet Irland, auf das ein großer Anteil der Geschäftstätigkeit der US-MNUs entfällt, mit 0,3 Prozentpunkten des BIP einen maßgeblichen Beitrag zum Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses des Euroraums zwischen 2024 und 2025, da sein Defizit im Dienstleistungsverkehr und bei den Primäreinkommen gegenüber Ländern außerhalb des Euroraums stärker zunahm als sein Überschuss im Warenhandel. Zugleich sanken 2025 die Ausfuhren von Maschinenbauerzeugnissen und bearbeiteten Waren aus dem Euroraum in die Vereinigten Staaten, was zum Teil den Auswirkungen der im April 2025 angekündigten US-Handelszölle zuzuschreiben war.³ Insgesamt zeigen diese Entwicklungen, dass die Auswirkungen von Zöllen und handelspolitischen Änderungen auf die Leistungsbilanz des Euroraums nicht allein anhand des Warenhandels beurteilt werden sollten. Dies gilt umso mehr, wenn der Handel durch die Lieferketten von US-MNUs und ihre Vereinbarungen über geistiges Eigentum geprägt ist.

³ Siehe Schaefer et al. (2026).

Abbildung C

Handelsbilanzen des Euroraums gegenüber den Vereinigten Staaten

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die mit einem Sternchen (*) gekennzeichneten Datenreihen beziehen sich auf die internationale Handelsstatistik, die übrigen Datenreihen auf die Zahlungsbilanzstatistik. Die Aufschlüsselung der Warenhandelsbilanz nach Produktkategorien erfolgt gemäß dem Internationalen Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung). „KI-bezogene Waren“ bezieht sich auf einen Warenkorb, der den Bau und Betrieb von KI-Rechenzentren erfasst. Dieser wird von EZB-Fachleuten nach der Methodik in Waugh (2026) anhand von COMEXT-Daten von Eurostat auf Basis der achtstelligen Codes der Klassifikation der Kombinierten Nomenklatur (Kn) geschätzt.

Der zweite wichtige Bestimmungsfaktor des rückläufigen

Leistungsbilanzüberschusses im Euroraum ist die zunehmende Konkurrenz

aus China. Das Leistungsbilanzdefizit des Euroraums gegenüber China hat sich zuletzt ausgeweitet, was vor allem auf ein höheres Handelsdefizit im Bereich Maschinenbauerzeugnisse und bearbeitete Waren zurückzuführen war (siehe Abbildung D). Diese Entwicklung steht im Einklang mit der starken Position Chinas in den globalen Lieferketten, den Überkapazitäten vor dem Hintergrund der schwachen Binnennachfrage und der nicht marktbasierten Industriepolitik des Landes.⁴ Diese Faktoren haben die chinesischen Erzeugerpreise gedrückt und damit die Wettbewerbsfähigkeit Chinas an den europäischen Märkten erhöht. So nahmen die Importe aus China 2025 volumenmäßig um fast 10 % zu. Von China ging ein zunehmender Wettbewerbsdruck aus, der unter anderem durch die strukturellen Maßnahmen des Landes zur Förderung der Autarkie insbesondere im Mittel- und Hightechsektor verstärkt wurde. Dies belastete die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte des Euroraums nach China, die gemessen am BIP des Euroraums um 0,3 Prozentpunkte sanken, aber auch der Ausfuhren in Drittmärkte, wo der Euroraum zunehmend Exportmarktanteile an chinesische Unternehmen verliert, vor allem im mitteltechnologischen Bereich.⁵

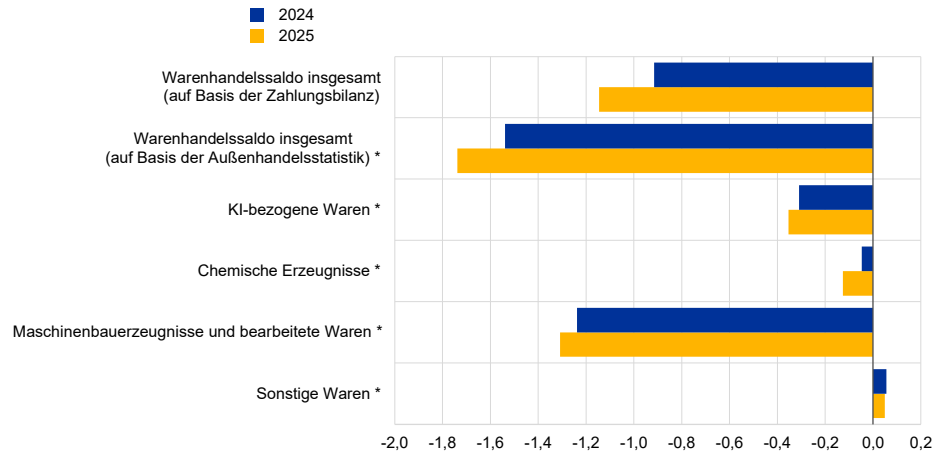
⁴ Siehe Amicucci et al. (2026).

⁵ Siehe Al-Haschimi et al. (2025).

Abbildung D

Warenhandelssaldo des Euroraums gegenüber China

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung C.

Während sich der Handel mit KI-bezogenen Gütern nicht besonders stark auf den Warenhandelssaldo des Euroraums auswirkte, dürfte der verstärkte KI-Einsatz im Euroraum zu einem Anstieg der Dienstleistungsimporte beigetragen haben. Der Euroraum ist ein Nettoimporteur von Waren, die für die Produktion und den Betrieb von KI-Rechenzentrumsinfrastrukturen benötigt werden. Das Defizit im Warenhandel mit diesen Gütern nahm von 0,2 % des BIP im Jahr 2024 auf fast 0,3 % im Jahr 2025 zu, was zum Teil auf höhere Importe aus China zurückzuführen war (siehe Abbildung D).⁶ KI-bezogene Waren machten 2025 rund 13 % der Wareneinfuhren und rund 9 % der Ausfuhren des Euroraums aus, wobei die Bedeutung dieser Erzeugnisse in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen hat.⁷ Die zunehmende KI-Nutzung schlägt sich aber auch in der Leistungsbilanz nieder, und zwar über die Einfuhr digitaler Dienstleistungen, die für die Bereitstellung von KI-Systemen benötigt werden. Dies betrifft beispielsweise Software, Cloud-Computing-Kapazitäten, Datenverarbeitung, Modellzugang und geistiges Eigentum, die vor allem aus den Vereinigten Staaten bezogen werden. Die steigenden Defizite gegenüber den Vereinigten Staaten bei den Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums sowie bei sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen stehen im Einklang mit höheren Zahlungen für digitale Dienstleistungen im Zusammenhang mit der KI-Bereitstellung.⁸ China und Taiwan sind hingegen wichtige Anbieter von KI-bezogener Hardware.

Mit Blick auf die Spar- und Investitionstätigkeit spiegelte die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Saldos des Euroraums einen Rückgang des Finanzierungsüberschusses der nichtfinanziellen Unternehmen wider (siehe Abbildung E), der mit einem steigenden inländischen Investitionsbedarf im

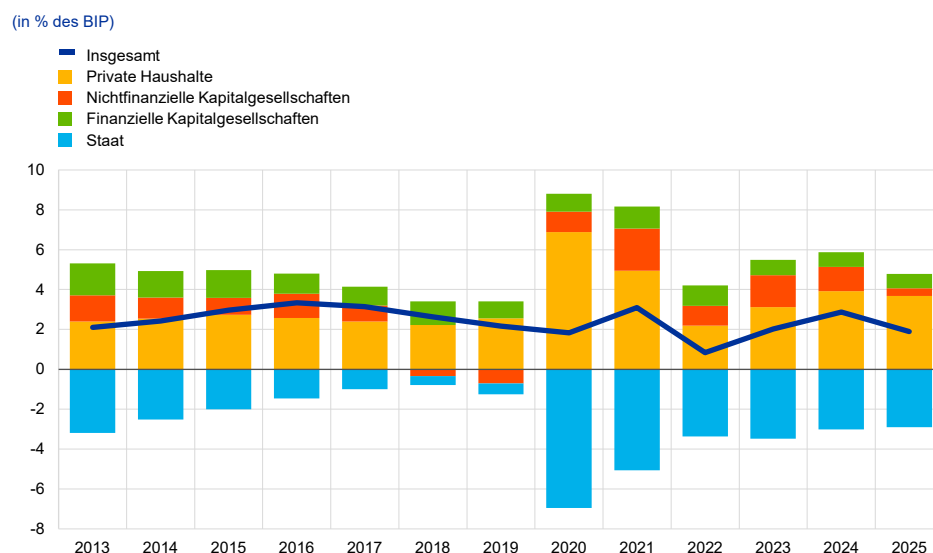
⁶ Die Abgrenzung KI-bezogener Waren erfolgt nach Waugh (2026).

⁷ Nach Schätzungen von Waugh (2026) machten KI-bezogene Waren im Jahr 2025 23 % der gesamten Wareneinfuhr in die Vereinigten Staaten aus. Rice und Scally (2026) gehen davon aus, dass 13 % der gesamten Wareneinfuhr Irlands 2025 auf KI-bezogene Waren entfielen.

⁸ Siehe Lane (2026).

Einklang steht. Die Bruttoersparnis der Unternehmen im Euroraum sank von 12,3 % des BIP im Jahr 2024 auf 11,7 % im Jahr 2025, während ihre Bruttoinvestitionen von 12,0 % auf 12,3 % stiegen. Dadurch verringerte sich der Finanzierungsüberschuss des Unternehmenssektors.⁹ Dies deutet zum Teil auf eine stärkere Mobilisierung der Ersparnisse im Euroraum für inländische Investitionen hin. Da sich die digitalen Investitionen im Euroraum 2025 beschleunigten, dürfte diese Verschiebung teilweise mit KI-bezogenen Investitionen zusammenhängen.¹⁰ Einige KI-bezogene Ausgaben der Unternehmen im Euroraum werden als inländische Investitionen erfasst. Dadurch steigen die Bruttoinvestitionen, während der Finanzierungsüberschuss sinkt. Andere Zahlungen, wie etwa regelmäßige Gebühren für den Modellzugang, Cloud-Computing und Softwarelizenzen, können hingegen als Vorleistungen behandelt werden, was sowohl die Unternehmensgewinne als auch die Ersparnisbildung dämpft.

Abbildung E
Finanzierungssaldo im Euroraum



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums dürfte mittelfristig unter seinem Niveau von 2024 bleiben. Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2026 davon aus, dass der Leistungsbilanzüberschuss 2026 durch die gestiegenen Energieimportpreise infolge des Nahostkriegs weiter auf rund 1,3 % des BIP zurückgehen wird. Anschließend dürfte er bis 2028 wieder auf etwa 1,5 % ansteigen. Der anhaltende Investitionsbedarf, unter anderem für Digitalisierung, KI, Verteidigung und die Energiewende, dürfte den außenwirtschaftlichen Saldo belasten. Die handelspolitische Unsicherheit, auch im Zusammenhang mit den US-Handelszöllen,

⁹ Obwohl die Bruttoinvestitionen im Jahr 2025 höher ausfielen als die Bruttoersparnis, traten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum 2025 nach wie vor als Nettogläubiger auf. Ursächlich hierfür waren Nettovermögenstransfers von 0,9 % des BIP und Nettoverkäufe nichtproduzierter Vermögensgüter im Umfang von 0,1 % des BIP.

¹⁰ Siehe Andersson et al. (2026).

sowie der anhaltende Wettbewerbsdruck aus China dürften die Leistungsbilanz des Euroraums auch in Zukunft dämpfen.

Literaturverzeichnis

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

Amicucci, A., Gnocco, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. und Montes-Galdón, C. (2026), [Auswirkungen des industriellen Aufstiegs Chinas auf den Euroraum](#), EZB, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2026.

Andersson, M., Colombo, S., Jarvis, V. und Morris, R. (2026), [Vom stationären Handel zum Online-Handel: eine Einschätzung der digitalen Investitionen im Euroraum](#), EZB, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2026.

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. und Schmitz, M. (2023), [Die Leistungsbilanz des Euroraums nach dem Pandemie- und Energieschock](#), EZB, Wirtschaftsbericht 6/2023.

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M. und Schuler, T. (2025), [Die Handelspolitik der Vereinigten Staaten und die Aktivitäten US-amerikanischer multinationaler Unternehmen im Euroraum](#), EZB, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2025.

Lane, P. R. (2026), [AI and the euro area economy](#), Grundsatzrede bei der internationalen Konferenz von EZB/SAFE/RCEA zum Thema „Climate-Macro-Finance Interface“ (3CMFI), EZB, Frankfurt, 23. März.

Rice, J. und Scally, J. (2026), [AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#), Quarterly Bulletin der Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, Nr. 2.

Schaefer, S., Gerland, L. und Tirpák, M. (2026), [Wer trägt die Kosten höherer US-Zölle?](#), EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2026.

Waugh, M. E. (2026), Trade in AI-Related Products, Working Paper des NBER, Nr. 35053, April.

Aufsatz

1 Fünf Jahre Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten: Entwicklung und Erkenntnisse

Felix Hammermann und Martin Strukat

1 Einleitung

Die von der EZB durchgeführte Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) liefert wertvolle Erkenntnisse zu den Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer im Hinblick auf die Geldpolitik und die gesamtwirtschaftlichen Aussichten im Euroraum. Die SMA-Umfrage wurde im April 2019 als Pilotprojekt gestartet. Seit ihrer vollumfänglichen praktischen Umsetzung im Juni 2021 wird sie nun vor jeder geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats durchgeführt. Sie enthält strukturierte Informationen zu den Einschätzungen einer repräsentativen Auswahl von Finanzinstituten.¹

Seit nun schon fünf Jahren liefert die SMA-Umfrage der EZB hilfreiche Informationen, um zu verstehen, wie die Marktteilnehmer die gesamtwirtschaftlichen, finanziellen und geopolitischen Entwicklungen interpretieren. Die aus der SMA-Umfrage gewonnenen Informationen erwiesen sich während des starken Inflationsanstiegs nach der Pandemie und in der darauf folgenden Disinflationsphase als besonders wertvoll. Durch die systematische Erhebung von Prognosedaten zur Konjunktur, zum Leitzins der EZB und zur EZB-Bilanz über alle Zeithorizonte hinweg – zusammen mit Fragen zur Wahrscheinlichkeit der Ergebnisse und zu qualitativen Risikobeurteilungen – spielt die Umfrage inzwischen eine zentrale Rolle bei der Analyse der Erwartungen, die dann in die regelmäßige geldpolitische Beurteilung mit einfließt. Der Fragebogen und die aggregierten Ergebnisse jeder Runde werden auf der [Website der EZB](#) veröffentlicht.

Dieser Aufsatz enthält eine Bestandsaufnahme, wie die SMA-Umfrage sich in den letzten fünf Jahren entwickelt hat und wie sie von der EZB eingesetzt wird. Erstens wird dokumentiert, wie sich das Panel der Umfrageteilnehmer und der Fragebogen verändert haben. Zweitens wird dargestellt, wie die Informationen aus der SMA-Umfrage analytisch verwendet werden, und zwar sowohl für regelmäßige wirtschaftliche und geldpolitische Analysen als auch – aus einer eher strukturellen Perspektive – um besser zu verstehen, wie die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bilden. Drittens werden die Prognosegüte, die Uneinigkeit unter den Befragten und die Streuung der Erwartungen bezüglich der wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Variablen beurteilt.

¹ Eine Beschreibung der Konzeption und der Durchführung der SMA-Umfrage und der anfänglichen Erfahrungen in der Pilotphase findet sich bei Brand und Hutchinson (2021).

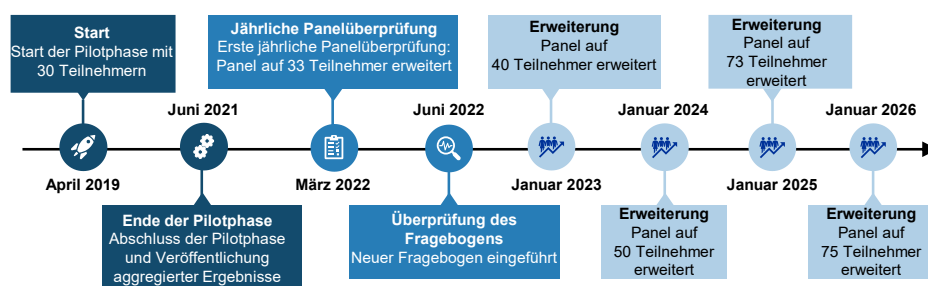
2 Entwicklung des SMA-Umfragepanels

Durch die Auswahl des SMA-Umfragepanels sollen die Erwartungen einer repräsentativen Stichprobe von Finanzmarktteilnehmern erfasst werden.

Mithilfe der SMA-Umfrage sammelt die EZB systematisch Marktperspektiven ein, ähnlich wie andere große Zentralbanken dies in den von ihnen durchgeführten Befragungen tun (beispielsweise die [Bank of Canada](#), die [Bank of England](#) und die [Federal Reserve Bank of New York](#)). Auf der Grundlage des anfänglichen Befragungsrahmens konzentrierten sich die anschließenden Optimierungen darauf, die Umfrage noch repräsentativer zu gestalten, das Engagement der Befragten aufrechtzuerhalten und die Belastbarkeit der umfragebasierten Erkenntnisse zu erhöhen. Schaubild 1 fasst die Meilensteine in der Entwicklung seit Beginn der Umfrage zusammen.

Schaubild 1

Zeitstrahl der SMA-Umfrage



Quelle: EZB.

Anmerkung: Das neue Panel wird im Januar des Folgejahres nach der jeweiligen Panelüberprüfung aktiv.

Es ist von entscheidender Bedeutung für die Ausgestaltung der SMA-Umfrage, dass das Panel für die Einschätzungen der Finanzmarktteilnehmer repräsentativ bleibt. In der Praxis beinhaltet dies die Auswahl einer repräsentativen Stichprobe aus einem breiten Spektrum von Finanzinstituten. Diese Auswahl erfolgt auf der Grundlage etablierter Kriterien, welche die Marktrelevanz der jeweiligen Finanzinstitute und ihr aktives Engagement in den von der Umfrage abgedeckten Bereichen erfassen. Dabei wird auch auf eine ausreichende Kontinuität geachtet, damit die Ergebnisse über die Befragungsrunden hinweg vergleichbar bleiben.

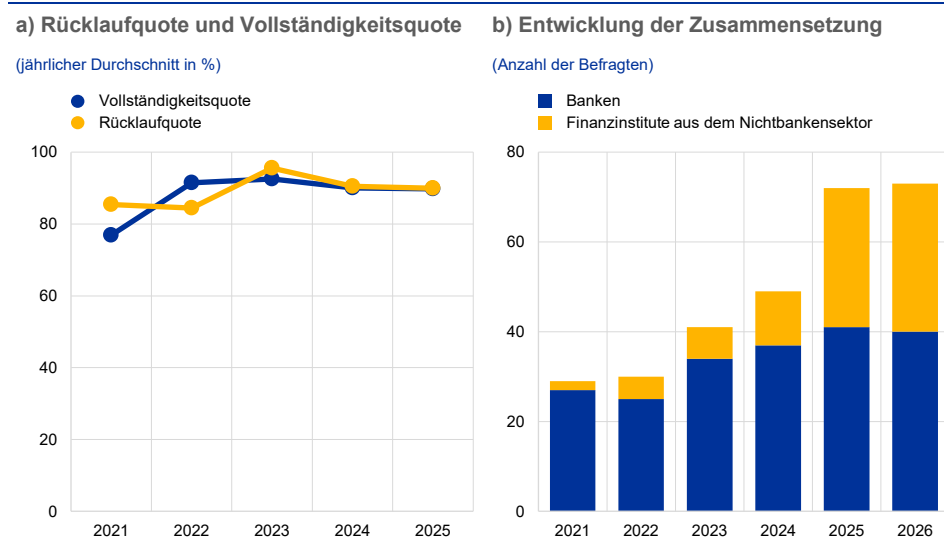
Für die Zuverlässigkeit der Umfrageergebnisse ist eine rege und kontinuierliche Teilnahme an der Befragung unerlässlich. Ein zentraler Mechanismus zur Durchführung der Befragung ist die jährliche Überprüfung der Panel-Zusammensetzung. Dabei wird das Beteiligungs- und Antwortverhalten der Befragten beobachtet, um die Zusammensetzung des Panels entsprechend anpassen zu können. Wie in Abbildung 1 (Grafik a) dargestellt, haben die Rücklaufquote (wie viel Prozent der eingeladenen Institute dann auch tatsächlich an den einzelnen Befragungsrunden teilnehmen) und die Vollständigkeitsquote (wie viel Prozent der Fragen die Teilnehmer beantwortet haben) durchgehend hohe Werte

erreicht: beide Quoten lagen im Jahr 2025 bei rund 90 % im Vergleich zu 85 % bzw. 76 % im Jahr 2021.²

Die Größe des Panels trägt zur statistischen Robustheit und zum analytischen Nutzen der Umfrage bei. Die Anzahl der befragten Institute ist von 30 im Jahr 2021 auf 75 im Jahr 2026 gestiegen (siehe Abbildung 1, Grafik b). Wenn das Panel größer wird, nimmt der relative Einfluss einzelner Antworten ab, was die Genauigkeit der aggregierten Statistiken verbessert. Wenn die Stichprobe größer ist, verbessert sich dadurch auch die Analyse der sektorübergreifenden Heterogenität, einschließlich der Uneinigkeit unter den Befragten und der Unterschiede zwischen den Institutsarten.

Abbildung 1

Rücklaufquote und Vollständigkeitsquote sowie Entwicklung der Zusammensetzung des SMA-Umfragepanels



Quellen: SMA-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Rücklaufquote gibt an, wie viel Prozent der eingeladenen Befragten dann tatsächlich an einer gegebenen Umfragerunde teilnehmen, während die Vollständigkeitsquote angibt, wie viel Prozent der Fragen von den Teilnehmern beantwortet wurden. Die Rücklaufquote und die Vollständigkeitsquote werden für jedes Jahr im Nachhinein berechnet, indem zuerst der Durchschnittswert aller Befragten einer Umfragerunde ermittelt wird und dann der Durchschnittswert über alle Runden. Grafik b: Die Zusammensetzung des Panels wird jedes Jahr im Zeitraum von September bis Dezember überprüft. Die neue Zusammensetzung des Panels tritt dann ab Januar des Folgejahres in Kraft.

Die Zusammensetzung des Panels wurde schrittweise auf eine breitere Basis gestellt, um die Diversität der Finanzmarktteilnehmer besser widerzuspiegeln.

Das anfängliche Panel bestand hauptsächlich aus Banken. Durch die Ausweitung auf Nichtbanken wurde die Befragung allerdings dann noch repräsentativer. Die größere Abdeckung von Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors – wie z. B. Vermögensverwalter (einschließlich derjenigen, die zu Banken gehören), Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen und Hedgefonds – sorgt für einen ausgewogeneren Querschnitt der Marktperspektiven. Diese Institute, die bei der Transmission der Geldpolitik im Euroraum ebenfalls eine zentrale Rolle spielen, machen jetzt 47 % der Befragten aus, während 53 % der Befragten Banken sind.

² Die Aufnahme eines Instituts in das Umfragepanel ist nicht dauerhaft: Aus vielen verschiedenen Gründen kann es sein, dass einige der Befragten das Panel verlassen oder aus dem Panel herausgenommen werden, zum Beispiel weil sie nicht antworten, aufgrund von Fusionen zwischen den Instituten oder aufgrund begrenzter Ressourcen.

Der Fragebogen wurde weiter überarbeitet, um eine größere Klarheit und Konsistenz der Antworten sicherzustellen. Im Rahmen einer umfassenden Überarbeitung im Juni 2022 wurden der Wortlaut der Fragen gestrafft, das visuelle Layout vereinfacht, Uneindeutigkeiten reduziert und der Bearbeitungsaufwand für die Befragten verringert, während die Umfragestruktur insgesamt beibehalten wurde. Ein wesentlicher Vorteil einer eigenen EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten besteht darin, dass die Fragen aus geldpolitischer Sicht formuliert werden.

Diese Entwicklungen haben die SMA-Umfrage als zuverlässige Informationsquelle über die Finanzmarkterwartungen gestärkt und sichergestellt, dass sie Erkenntnisse liefert, die ähnliche Umfragen privater Datenanbieter ergänzen (siehe Kasten 1). Private Umfragen bieten zeitnahe und flexible Momentaufnahmen der kurzfristigen Markteinschätzungen einer breiten Teilnehmerbasis, während die SMA-Umfrage systematische und umfassende Informationen auf der Grundlage eines repräsentativen Panels von Instituten bietet, die für die Transmission der Geldpolitik der EZB von zentraler Bedeutung sind.

Kasten 1

Die SMA-Umfrage und Umfragen privater Datenanbieter: Vergleich der Panel-Zusammensetzung und der Umfragegestaltung

Martin Strukat

Bei der Erhebung von Informationen zu den Erwartungen des Finanzsektors in Bezug auf die Geldpolitik und die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen ergänzen sich die SMA-Umfrage und die Umfragen privater Datenanbieter zwar, sind methodisch allerdings klar voneinander abgegrenzt. Sowohl Bloomberg als auch Thomson Reuters führen regelmäßig vor den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats Befragungen der Marktteilnehmer durch, und deren Ergebnisse werden vielfach zu analytischen Zwecken und zu Vergleichszwecken herangezogen. Während die SMA-Umfrage und die privaten Umfragen das Ziel verfolgen, die Stimmung unter den Marktteilnehmern und deren Erwartungen einzuschätzen, unterscheiden sie sich doch in drei wichtigen Punkten: Zeitpunkt der Datenerhebung, Umfang des Fragebogens und Zusammensetzung des Panels.

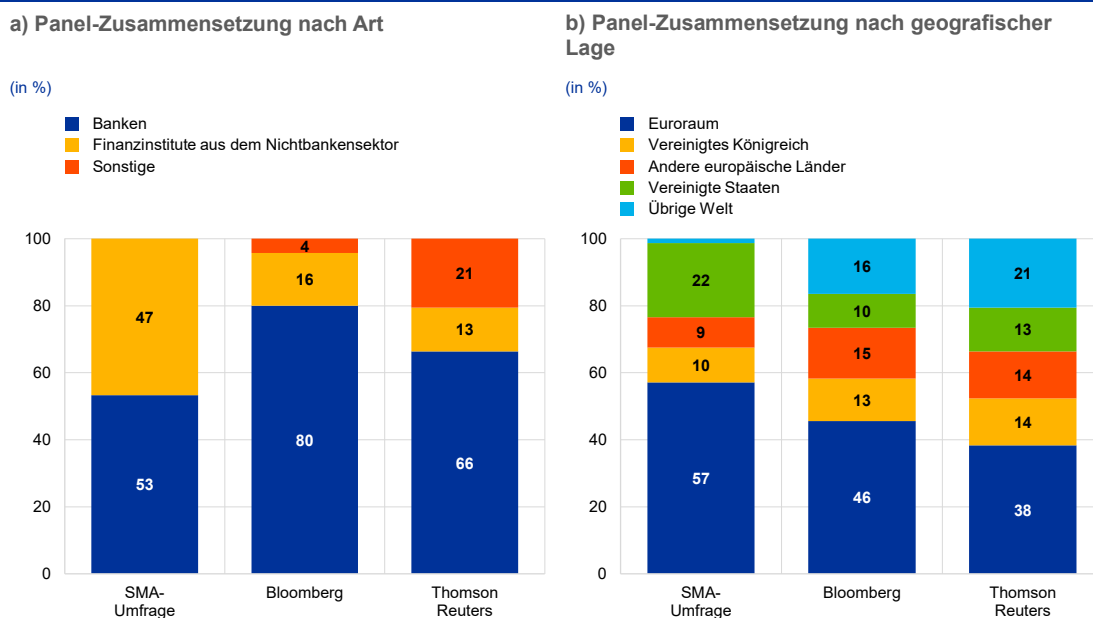
Was den Zeitpunkt betrifft, so folgt die SMA-Umfrage einem festen Zeitplan, der mit den Terminen der geldpolitischen EZB-Ratssitzungen abgestimmt ist. Die Antwortfrist endet zwei Wochen vor der jeweiligen Sitzung, und die Ergebnisse werden am Montag nach der jeweiligen Sitzung veröffentlicht. Im Gegensatz dazu werden die privaten Umfragen im Allgemeinen eine Woche vor der Sitzung durchgeführt, und die Ergebnisse werden noch in der gleichen Woche veröffentlicht.

Mit Blick auf den Umfang des Fragebogens zeichnet er sich durch seine Breite, seine Standardisierung und seine langfristige analytische Konzeption aus. Er deckt die geldpolitischen Instrumente, die finanziellen Bedingungen und die gesamtwirtschaftlichen Aussichten in einem kohärenten und konsistenten Rahmen ab. Die Fragen sind so formuliert, dass die Konsistenz und Vergleichbarkeit über die Befragungsrunden hinweg sichergestellt sind und es somit möglich ist, die Erwartungsdynamik im Laufe der Zeit nachzuverfolgen. Folglich erleichtern es die SMA-Daten, das Zusammenspiel zwischen den individuellen gesamtwirtschaftlichen Erwartungen und den Leitzinserwartungen zu untersuchen. Die privaten Umfragen beinhalten normalerweise nur eine Frage zu den Leitzinserwartungen, ergänzt durch Zusatzfragen zu aktuellen Themen und Entwicklungen.

Die Zusammensetzung des SMA-Panels ist speziell darauf ausgerichtet, die Einschätzungen der im Euroraum tätigen Finanzinstitute zu erfassen. Der Anteil der Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors liegt dabei im SMA-Panel höher als bei den beiden privaten Umfragen (siehe Abbildung A, Grafik a). Bei allen drei Umfragen sind die Mehrheit der Befragten Banken. Bei den Umfragen von Bloomberg und Thomson Reuters machen die Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors jedoch im Schnitt nur 16 % bzw. 13 % der Befragten aus, verglichen mit 47 % bei der SMA-Umfrage. Im Gegensatz zur SMA-Umfrage werden bei den beiden privaten Umfragen in der Kategorie „Sonstige“ auch Börsenmakler sowie Forschungs- und Beratungseinrichtungen befragt. Was die geografische Abdeckung betrifft, so ist das SMA-Panel stärker auf Institute mit Sitz im Euroraum und in Europa konzentriert, ergänzt durch eine repräsentative Auswahl globaler Finanzinstitute (siehe Abbildung A, Grafik b). Diese Zusammensetzung spiegelt den bewussten Fokus der SMA-Umfrage auf die Institute wider, die am unmittelbarsten von der Geldpolitik im Euroraum betroffen sind und am besten mit ihr vertraut sind.

Abbildung A

Panel-Zusammensetzung nach Art und geografischer Lage der Institute



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Balken für Bloomberg und Thomson Reuters zeigen die durchschnittliche Zusammensetzung im Jahr 2025. Grafik a: Die Kategorie „Sonstige“ beinhaltet Forschungsinstitute und Wirtschaftsberater. Grafik b: Zur Kategorie „Andere europäische Länder“ gehören die Tschechische Republik, Dänemark, Schweden, Liechtenstein, Norwegen und die Schweiz.

3 Was die SMA-Umfrage über die geldpolitischen Erwartungen aussagt

Im Rahmen der SMA-Umfrage werden die Perspektiven der Marktteilnehmer erhoben, um die geldpolitische Analyse zu unterstützen und zu verstehen, wie die Erwartungsbildung funktioniert. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer sind wichtig, weil ihre Erwartungen bei der Transmission der Geldpolitik eine entscheidende Rolle spielen. Die SMA-Umfrage dient zwei Hauptzwecken. Erstens gibt sie Hinweise auf die Einschätzungen einer repräsentativen Stichprobe von

Finanzmarktteilnehmern zur Konjunktur und zu den geldpolitischen Aussichten. Diese Einschätzungen fließen dann in die analytische Arbeit mit ein, die der Vorbereitung der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats zugrunde liegt. Im Fokus steht dabei typischerweise ein Vergleich der Ergebnisse mit denen der vorherigen Umfragerunde. Zweitens gibt es bei der SMA-Umfrage mehrere Runden. Dies hilft der EZB bei der Analyse und Identifizierung systematischer Muster, wie die Finanzmarktteilnehmer die Entwicklung des finanziellen, gesamtwirtschaftlichen und geldpolitischen Umfelds bewerten und was sie dazu bewegt, ihre Einschätzung zu revidieren. Diese Perspektive verbessert – auf einer strukturelleren Ebene – das Verständnis der Erwartungen und deren Rolle bei der Transmission der Geldpolitik.

3.1 SMA-basierte Erkenntnisse über geldpolitische Erwartungen

Die Daten aus der SMA-Umfrage liefern wertvolle Erkenntnisse, die als analytischer Input für die geldpolitischen EZB-Ratssitzungen dienen. Wenn die Daten aus der SMA-Umfrage eingehen, liegt der Schwerpunkt bei ihrer Auswertung zunächst auf den Medianprognosen für die Zinssätze und die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Variablen. Die aus der Befragung abgeleiteten Erkenntnisse ergänzen die aus den Finanzmarktinstrumenten gewonnenen Informationen. Wertvoll sind sie auch deshalb, weil sie mit den **gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB** abgeglichen werden können. Wesentliche Änderungen des Medians im Vergleich zur vorherigen Umfragerunde zeigen auf, wie sich die Einschätzungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die konjunkturellen Aussichten und die Geldpolitik verschieben.

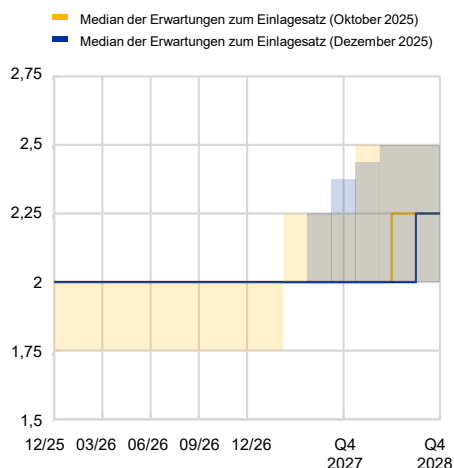
Außerdem können sich aus der Verteilung der Erwartungen – abgesehen von der Entwicklung des Medians – noch weitere wichtige Informationen ergeben. Die SMA-Umfrage vom Dezember 2025 ist ein gutes Beispiel hierfür. Während die Entwicklung des Medianpfads für den erwarteten Zinssatz für die Einlagefazilität im Vergleich zur vorherigen Runde vom Oktober 2025 zwar weitgehend unverändert blieb, verengte sich aber die Verteilung (siehe Abbildung 2, Grafik a). Die Interquartilsspanne (zwischen dem 25. und dem 75. Perzentil), die als Messgröße der Uneinigkeit unter den Umfrageteilnehmern gilt, sank kurzfristig auf den Median, was auf eine erhebliche Verringerung der Uneinigkeit unter den Befragten hindeutet. Insgesamt betrachtet deutete die Kombination aus einem stabilen Median und einer sich verengenden Verteilung auf einen größeren Konsens über die Leitzinserwartungen hin. Dies zeigt deutlich, wie die Messung der Verteilung die Interpretation der aggregierten Statistiken bereichern kann.

Abbildung 2

Entwicklung der Erwartungen zum Zinssatz für die Einlagefazilität

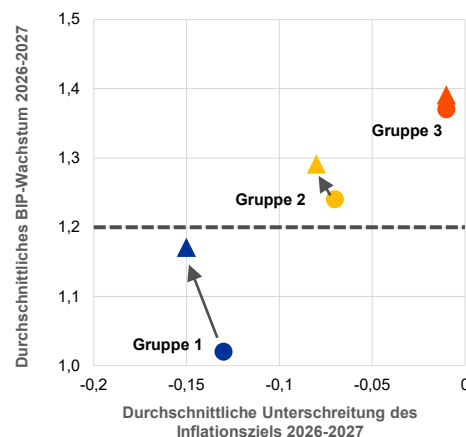
a) Median der Erwartungen zum Einlagesatz aus aufeinanderfolgenden SMA-Runden im Oktober und Dezember 2025

(in % p. a.)



b) Erwartete Abweichung der Inflation vom Zielwert und erwartetes BIP-Wachstum in Abhängigkeit von der Entwicklung der Erwartungen zum Einlagesatz von Juli bis Dezember 2025

(x-Achse: in Prozentpunkten; y-Achse: in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die schattierten Bereiche stellen die Interquartilspanne dar (der blau schattierte Bereich entspricht der Umfragerunde vom Dezember und der gelb schattierte Bereich jener vom Oktober). Die Erwartungen in Bezug auf den Pfad des Einlagesatzes werden bis Ende 2026 auf Basis des Rhythmus der EZB-Ratssitzungen angegeben und danach vierteljährlich. Grafik b: Die farbigen Punkte und Dreiecke stehen für die Positionen von drei Gruppen von Befragten in den SMA-Umfragerunden vom Juli 2025 bzw. Dezember 2025: diejenigen, die in beiden Runden eine Senkung des Einlagesatzes erwarteten (Gruppe 1, blau); diejenigen, die in der Runde vom Juli 2025 mit einer Senkung rechneten, aber nicht in der Runde vom Dezember 2025 (Gruppe 2, gelb); und diejenigen, die in keiner der beiden Runden von Zinssenkungen ausgingen (Gruppe 3, rot). Die gestrichelte graue Linie stellt den langfristigen Durchschnitt des BIP-Wachstums dar.

Um tiefere Einblicke in die Faktoren zu gewinnen, die den individuellen Zinserwartungen zugrunde liegen, kann die SMA-Runde vom Dezember 2025 mit jener vom Juli 2025 verglichen werden.

Wenn man die Entwicklung der Erwartungen über einen längeren Zeitraum hinweg betrachtet, wie zum Beispiel ein halbes Jahr anstatt nur die vorherige Umfragerunde, kann dies aufzeigen, wie sich die Einschätzungen der Marktanalysten geändert haben. Obwohl die aggregierten Ergebnisse der SMA-Umfrage vom Dezember 2025 auf einen Konsens bezüglich des erwarteten Pfades des Zinssatzes für die Einlagefazilität hindeuten, zeigte eine detaillierte Analyse – bei der eine Verbindung zwischen den Leitzinserwartungen und den Konjunkturprognosen der einzelnen Befragten hergestellt wurde – beachtliche Unterschiede zwischen den drei Gruppen (siehe Abbildung 2, Grafik b). Die Befragten, die in beiden Runden (Juli und Dezember 2025) eine Senkung des Einlagesatzes erwarteten (Gruppe 1, blaue Markierungen), rechneten mit geringeren Inflationswerten und gedämpften Aussichten für das BIP-Wachstum, obwohl sich die von ihnen erwarteten Wachstumsaussichten viel stärker verbessert haben als in den beiden anderen Gruppen. Die Position der Befragten, die im Dezember 2025 keine Leitzinssenkungen erwarteten, aber ein halbes Jahr zuvor im Juli 2025 schon (Gruppe 2, gelbe Markierungen), lag zwischen den beiden anderen Gruppen: die Umfrageteilnehmer behielten ihre leicht gedämpften Inflationserwartungen bei, während sie aber ihre Wachstumserwartungen ein wenig nach oben revidierten. Die

Befragten, die ihre Erwartung aus der Umfragerunde vom Juli 2025, dass es zu keiner Zinssenkung kommen würde, auch in der Runde vom Dezember 2025 beibehalten hatten (Gruppe 3, rote Markierungen), prognostizierten schließlich, dass die Inflation im Großen und Ganzen im Zielbereich und das Wachstum deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegen würden. Insgesamt unterschieden sich diese Gruppen in ihren Erwartungen bezüglich der Inflation, des BIP-Wachstums und der Leitzinsen. Dies zeigt, wie die SMA-Umfrage eine Heterogenität bei den gesamtwirtschaftlichen Einschätzungen – die die Leitzinserwartungen prägen – aufdecken kann, selbst wenn aggregierte Indikatoren auf einen weitgehend stabilen Ausblick hindeuten.

Das in die SMA-Erwartungen eingebettete gemeinsame Verhalten von Inflation, Wachstum und Leitzinsen kann einfachen geldpolitischen Reaktionsfunktionen gegenübergestellt werden, wie zum Beispiel den Taylor-Regeln, um zu beurteilen, ob die Marktteilnehmer Erwartungen bilden, die mit einer systematischen Geldpolitik im Einklang stehen. Kasten 2 stellt diesen Vergleich an und zeigt, dass sich die Mediane der Erwartungen in der SMA-Umfrage in die Richtung entwickeln, die die typischen geldpolitischen Regeln nahelegen würden. Dazu gehört vor allem, dass die Leitzinserwartungen mit den Inflationserwartungen steigen. Die Stärke dieser Beziehung ändert sich jedoch im Laufe der Zeit und spiegelt das Ausmaß und die Art der Schocks wider, die in die Umfrageerwartungen eingeflossen sind.

Kasten 2

Was die Taylor-Regeln über die SMA-basierten geldpolitischen Erwartungen aussagen

Michael Dobrew und Martin Strukat

Die Taylor-Regeln bieten ein einfaches und weit verbreitetes Rahmenwerk zur Zusammenfassung stilisierter Beziehungen zwischen den Leitzinsen und den gesamtwirtschaftlichen Bedingungen. In ihrer Standardformel beschreiben sie das Leitzinsniveau als Funktion der Abweichung der Inflation von ihrem Zielwert und der wirtschaftlichen Aktivität von ihrem Potenzial. Somit verdeutlichen sie die wesentlichen Zielkonflikte, mit denen sich Zentralbanken konfrontiert sehen (Taylor, 1993). In empirischen Arbeiten werden solche Regeln oft als einfache analytische Referenzwerte herangezogen, um zu untersuchen, wie die erwarteten Leitzinspfade sich parallel zu den gesamtwirtschaftlichen Bedingungen entwickeln.

Ein Vergleich der Leitzinserwartungen aus den SMA-Daten mit kalibrierten Taylor-Regeln bietet Erkenntnisse darüber, wie die Teilnehmer der SMA-Umfrage ihre gesamtwirtschaftlichen Prognosen in Leitzinserwartungen umsetzen. Anhand eines durch die Kalibrierung einer Reihe von Taylor-Regeln erstellten „thick modelling“-Ansatzes, wie in Bernardini und Lin (2024) beschrieben, ist es möglich, eine Bandbreite von Leitzinspfaden – impliziert durch den aus der SMA-Umfrage generierten Median der gesamtwirtschaftlichen Erwartungen – abzuleiten und diese mit dem Median des laut SMA-Umfrage erwarteten Zinspfads zu vergleichen.³ Wie das Beispiel in Abbildung A (Grafik a) für die SMA-Umfrage vom April 2024 zeigt, kann der Median des erwarteten

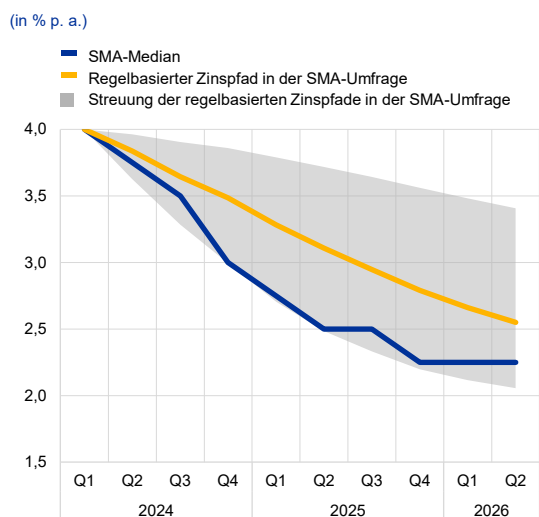
³ Der „thick modelling“-Ansatz berechnet auf der Grundlage des Medians der Erwartungen bezüglich der Kerninflation und der Arbeitslosigkeit eine Reihe von durch die Taylor-Regel implizierten Zinspfaden, indem er die Antwort-Koeffizienten der Taylor-Regel unter Einsatz einer großen Bandbreite von in der Literatur als Standard geltenden Werten variiert.

Pfades des Einlagesatzes mit einer Bandbreite von regelbasierten Prognosen verglichen werden, die anhand des Medians der erwarteten Entwicklung der Inflation und der wirtschaftlichen Unterauslastung kalibriert werden. Dieser Vergleich bietet eine einfache Diagnosemöglichkeit, wie Erwartungen gebildet werden: Stimmen beide Größen eng überein, stehen die Erwartungen weitgehend im Einklang mit einer stilisierten, regelähnlichen Reaktionsfunktion; wenn sie voneinander abweichen, dürften die Erwartungen zusätzliche Erwägungen – wie Risikobewertungen, Einschätzungen der geldpolitischen Aussichten oder die Interpretation der Zentralbankkommunikation – widerspiegeln, die über das hinausgehen, was durch eine einfache Regel erfasst werden kann.

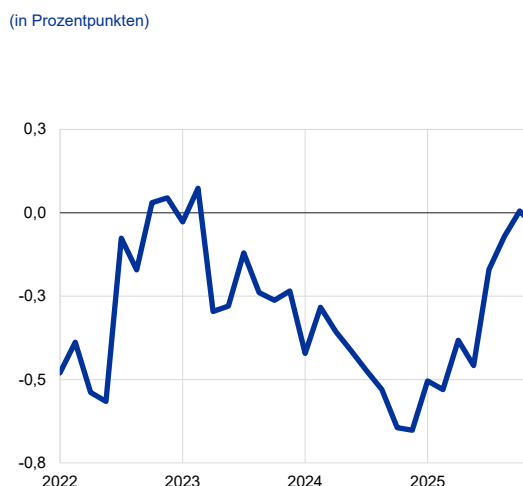
Abbildung A

Taylor-Regel-basierter Leitzinspfad für April 2024 und Abweichung der SMA-Erwartungen vom gleichzeitigen regelbasierten Leitzins im Zeitverlauf

a) Regelbasierter Zinspfad für April 2024



b) Abweichung des SMA-Medians vom regelbasierten Zinssatz



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Bandbreite aller kalibrierter impliziter Taylor-Regeln zusammen mit dem Median der Erwartungen aus der SMA-Umfrage vom April 2024 für den Zeitraum von acht Quartalen. Grafik b zeigt die durchschnittliche Abweichung des Medians der Erwartungen vom regelbasierten Zinssatz über einen Zeitraum von acht Quartalen für jede Umfragerunde von 2022 bis Ende 2025.

In der Vergangenheit entsprach der Median der Leitzinserwartungen in der SMA-Umfrage während der Zinserhöhungsphase weitgehend den durch die Taylor-Regel implizierten Zinspfaden auf der Grundlage des Medians der gesamtwirtschaftlichen Erwartungen; in der darauf folgenden Zinssenkungsphase deutete er jedoch auf einen akkommodierenderen geldpolitischen Kurs hin. Für jede Umfragerunde von 2022 bis Ende 2025 zeigt Abbildung A (Grafik b) über einen Zeitraum von acht Quartalen die durchschnittliche Abweichung des SMA-Medians des erwarteten Zinssatzes von dem durch die Regel implizierten Zinspfad. In der Phase der geldpolitischen Straffung bis 2023 bewegten sich die umfrage- und die regelbasierten Erwartungen nahezu im Gleichlauf. Dies deutete darauf hin, dass die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer mit Blick auf die Leitzinsen größtenteils regelbasiert und im Einklang mit der Inflations- und Konjunkturentwicklung erfolgte. Ab Ende 2023 bis Mitte 2025 fiel jedoch der sich aus der SMA-Umfrage ergebende Median der Leitzinserwartungen unter den entsprechenden Median, der anhand der Taylor-Regel abgeleitet wurde.

Diese Lücke lässt darauf schließen, dass eine schnellere Senkung der Leitzinsen erwartet wurde als durch den sich aus der SMA-Umfrage ermittelten Median der gesamtwirtschaftlichen Aussichten alleine impliziert. Zu diesem Zeitpunkt verlangsamte sich der Disinflationsprozess, da sich die Inflation dem Zielwert der EZB annäherte und zugleich die Inflationserwartungen für Zeiträume von mehr als einem Jahr zeitweise unter den Zielwert fielen. Die Teilnehmer der SMA-Umfrage schätzen die Risiken für die Inflation und für das Wachstum als nach unten gerichtet ein. Diese Faktoren dürften dazu beigetragen haben, dass die Marktteilnehmer von einem stärkeren Rückgang der Leitzinsen ausgingen als ein einfacher regelbasierter Rahmen es vermuten lassen würde.

Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2025 wurde in den Marktkommentaren verstärkt von der Möglichkeit einer „Zinswende“ gesprochen. Demnach wurde erwartet, dass die Leitzinsen nicht nur auf ein Niveau zurückkehren würden, das mit dem durch die Umfrage implizierten langfristigen Zinssatz im Einklang steht (rund 2 %), sondern dass sie zeitweise auch unter dieses Niveau gesenkt würden, bevor sie dann schließlich wieder angehoben würden. Einigen Analysten zufolge sei dieses Muster mit Zinssenkungen aus „Versicherungsgründen“ verbunden. Dies hänge mit einer vorsorglichen Lockerung als Reaktion auf Abwärtsrisiken für die Inflation und das Wachstum zusammen. Diese Risiken spiegeln sich nicht unbedingt in den Inflations- und Wachstumsprognosen der Analysten wider und werden daher nicht von dem durch die Taylor-Regel implizierten Zinspfad erfasst.

Insgesamt entwickeln sich der Median, die gesamtwirtschaftlichen Erwartungen und die Leitzinserwartungen in der SMA-Umfrage in die Richtung, die die typischen geldpolitischen Regeln vermuten lassen würden; dazu gehört vor allem, dass die Leitzinserwartungen mit den Inflationserwartungen steigen. Die Stärke dieser Beziehung kann sich jedoch im Laufe der Zeit ändern, und zwar je nach Ausmaß und Art der Schocks, die in die umfragebasierten Erwartungen einfließen.

Die Daten aus der SMA-Umfrage wurden auch herangezogen, um die Triebkräfte und Bestimmungsgrößen der Erwartungen und deren Revisionen über mehrere Umfragerunden hinweg zu untersuchen. Analysen auf Grundlage der einzelnen Antworten zeigen, dass Erwartungsfehler und Revisionen in Bezug auf die Leitzinsen damit zusammenhängen können, dass sich sowohl die gesamtwirtschaftlichen Aussichten als auch die Einschätzung der Befragten mit Blick auf die Reaktionsfunktion der EZB – also wie die EZB in einem gegebenen wirtschaftlichen Umfeld reagieren würde – ändern. Anders ausgedrückt: Die Daten ermöglichen eine Zerlegung der Erwartungsfehler in Bestandteile, die mit Fehleinschätzungen der Geldpolitik zu tun haben, und solche, die mit der Entwicklung der wirtschaftlichen Bedingungen verbunden sind (Akkaya, Bitter et al., 2024). Allgemeiner gesagt bieten die umfragebasierten Erwartungen einen nützlichen Rahmen zur Beurteilung, wie eingehende Informationen und Mitteilungen zur Geldpolitik im Laufe der Zeit in die Erwartungen einfließen, auch durch die Interaktion mit der Stimmung am Markt und den allgemeineren gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen (Akkaya und Ilieva, 2024). Innerhalb dieses Rahmens können gemeinsame Analysen der SMA-Umfrage und der aus den Finanzmarktpreisen abgeleiteten Erwartungen die EZB darin unterstützen, ihre

Kommunikation mit den Marktteilnehmern entsprechend anzupassen, indem sie mögliche Fehleinschätzungen ihrer Reaktionsfunktion erkennt und diese klärt.

Insgesamt betrachtet zeigen die Zerlegung der Erwartungsfehler einzelner Befragter und die in Kasten 2 kalibrierten Taylor-Regeln, dass die Erwartungsbildung in der SMA-Umfrage größtenteils durch das gesamtwirtschaftliche Umfeld bestimmt wird.

In ruhigeren Perioden haben die sich aus den Marktpreisen und offiziellen EZB-Mitteilungen ergebenden Signale mehr Gewicht. Dies deutet darauf hin, dass die Teilnehmer der SMA-Umfrage ihre Erwartungen im Allgemeinen im Einklang mit der Reaktionsfunktion der EZB bilden. Wenn in der Wirtschaft jedoch Unsicherheit vorherrscht, wie zum Beispiel in Zeiten hoher Volatilität, ist es schwierig, die Inflation und das Wachstum genau zu prognostizieren, und dies hat wiederum Auswirkungen auf die Leitzinserwartungen. Vor diesem Hintergrund erörtern wir im Folgenden die Prognosegüte der SMA-Erwartungen.

3.2 Prognosegüte, Uneinigkeit und wahrgenommene Risiken

Die Prognosegüte, die Uneinigkeit und das wahrgenommene Risiko bieten gemeinsam ein mehrdimensionales Bild der Erwartungslandschaft, das den Wert der SMA-Umfrage als Instrument zur Beurteilung der Geldpolitik erhöht.

Die Prognosegüte ist ein natürlicher Referenzwert für die SMA-Umfrage: kleine und unverzerrte Fehler signalisieren, dass die Teilnehmer die verfügbaren Informationen effizient verarbeiten, was ihre Erwartungen glaubwürdig macht. Diese Erwartungen fließen in die geldpolitische Beurteilung der EZB ein, aber auch andere Quellen, darunter die von den Fachleuten des Eurosystems/der EZB erstellten Projektionen, weitere Umfragen und marktbasierte Signale wie beispielsweise Inflations-Fixings, werden berücksichtigt. Zusätzlich zur Genauigkeit erfasst die sektorübergreifende Streuung der Punktprognosen über die Befragten hinweg (eine Messgröße für die Uneinigkeit) den Grad der Heterogenität der Einschätzungen unter fachkundigen Marktteilnehmern. Schließlich bieten die in der SMA-Umfrage enthaltenen Risikoeinschätzungen Erkenntnisse darüber, ob die Analysten Risiken als größtenteils symmetrisch wahrnehmen oder als in eine bestimmte Richtung gerichtet. Zusammen bieten diese drei Dimensionen – Prognosegüte, Uneinigkeit und wahrgenommenes Risiko – eine aussagekräftigere und granularere Charakterisierung der Erwartungen als Punktschätzungen allein, weil die geldpolitische Einschätzung dadurch eine vollständigere Darstellung der Erwartungslandschaft erhält.

Bei den SMA-Inflationsprognosefehlern gab es zwei klar voneinander abgegrenzte Phasen, deren Eigenschaften sich deutlich voneinander unterscheiden, und die durch einen strukturellen Bruch etwa Mitte 2023 voneinander getrennt sind.

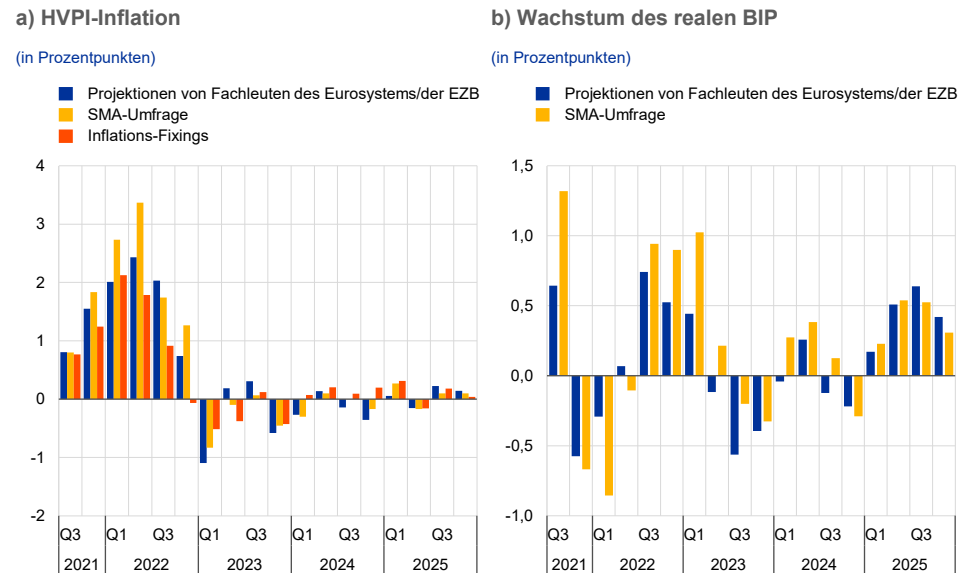
Was die Prognosegüte für die Gesamtinflation im Beobachtungszeitraum von Mitte 2021 bis Ende 2025 betrifft, zeigt Abbildung 3 (Grafik a) die Prognosefehler für das jeweils folgende Quartal. Es sind zwei klar voneinander abgegrenzte Phasen erkennbar. Vor dem Höhepunkt der Inflation Mitte 2023 wies der Median der SMA-Umfrage beträchtliche und zumeist positive

Prognosefehler auf. Die von den Fachleuten des Eurosystems/der EZB erstellten Projektionen und die Inflations-Fixings enthielten Fehler in einer ähnlichen Größenordnung wie die SMA-Umfrage, wenn auch mit gewissen Unterschieden je nach Indikator und Umfragerunde. Diese Fehler in den Prognosen wurden gleichermaßen sowohl für institutionelle als auch für umfragebasierte Prognostiker dokumentiert (Chahad et al., 2023; IWF, 2023). Als Hauptgrund für die Prognosefehler in den Projektionen der Fachleute des Eurosystems/der EZB identifizierten Chahad et al. (2023) die beispiellose Reihe aufeinanderfolgender Preisschocks – von den pandemiebedingten Diskrepanzen zwischen Angebot und Nachfrage bis hin zum Einmarsch Russlands in die Ukraine.

In der anschließenden Normalisierungsphase änderte sich das Bild deutlich, da die Prognosefehler erheblich zurückgingen. Der Preisdruck bei Energie ließ nach, die Inflation ging wieder zurück und näherte sich ihrem Zielwert an, und somit gingen nun auch die Prognosefehler bei allen drei Indikatoren gegen Null, was eine Verbesserung der Prognostizierbarkeit aufgrund der Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen widerspiegelt. In diesem Zeitraum waren die Prognosefehler der SMA-Umfrage absolut betrachtet häufig marginal geringer als die Prognosefehler sowohl der von Fachleuten des Eurosystems und der EZB erstellten Projektionen als auch der Inflations-Fixings. Dies deutet darauf hin, dass die Aggregation von fundierten Analystenbeurteilungen im Vergleich zu institutionellen Projektionen und marktbasierten Signalen unter eher normalen Bedingungen positiv abschneidet – eine Feststellung, die mit der weiter gefassten Evidenz der EZB (2025) im Einklang steht. Dieses Muster erweist sich über die Zeiträume hinweg – also vom aktuellen Quartal bis über die nächsten vier Quartale – als belastbar, wie bei Ploj (2025) beschrieben.

Abbildung 3

Vergleich der Prognosefehler in der SMA-Umfrage und in den von Fachleuten des Eurosystems/der EZB erstellten Projektionen für das jeweils folgende Quartal



Quellen: SMA-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Prognosefehler sind definiert als die Differenz zwischen dem Median der Punktprognose in der SMA-Umfrage und dem tatsächlichen Ergebnis. Positive (negative) Fehler sind ein Hinweis darauf, dass der Median die tatsächliche Inflation unterschätzt (überschätzt) hat. Grafik a: Bei Inflation-Fixings handelt es sich um Swap-Kontrakte, die an die monatlichen Veröffentlichungen der HVPI-Inflationsrate (ohne Tabakwaren) im Euroraum gekoppelt sind. Diese Veröffentlichungen sind ab dem aktuellen Monat verfügbar und bis zu 23 Monate im Voraus.

Beim Wachstum des realen BIP fällt das Bild gemischter aus (siehe Abbildung 3, Grafik b).

Sowohl die SMA-Umfrage als auch die gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB wiesen ungefähr zur Zeit des Pandemieschocks und der darauf folgenden Erholung beachtliche Prognosefehler auf. Dabei wechselten die Prognosefehler von Befragungsrunde zu Befragungsrunde das Vorzeichen, und über den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg schnitt kein Indikator systematisch deutlich besser ab als der andere. In Anbetracht der inhärenten Schwierigkeit, Wendepunkte der realwirtschaftlichen Aktivität in Echtzeit voraussehen zu können, ist das Fehlen einer klaren Hierarchie bei der BIP-Prognosegüte nicht überraschend. Dies unterstreicht, wie wertvoll es ist, die vollständige Verteilung der SMA-Antworten nachzuverfolgen – einschließlich der Uneinigkeit und des wahrgenommenen Risikos – anstatt sich nur auf Punktprognosen zu verlassen.

Neben der Prognosegüte liegt der Informationsvorteil der SMA-Umfrage darin, dass sie in der Lage ist, die vollständige Verteilung der Erwartungen der Marktteilnehmer zu charakterisieren und dabei nicht nur die Erwartungen der Analysten zu erfassen, in welche Richtung sich die Wirtschaft entwickeln wird, sondern auch, wie uneinig sie sich hierüber sind und ob die wahrgenommenen Risiken in eine bestimmte Richtung tendieren. Um diese Dimensionen zu erfassen, können zwei sich ergänzende Indikatoren aus der Befragung abgeleitet werden: die Uneinigkeit und die Risikostreuung. Die Messgröße für die Uneinigkeit ist die Interquartilsspanne der individuellen Punktprognosen, was die Querschnittsverteilung der zentralen Erwartungen unter den Befragten widerspiegelt.

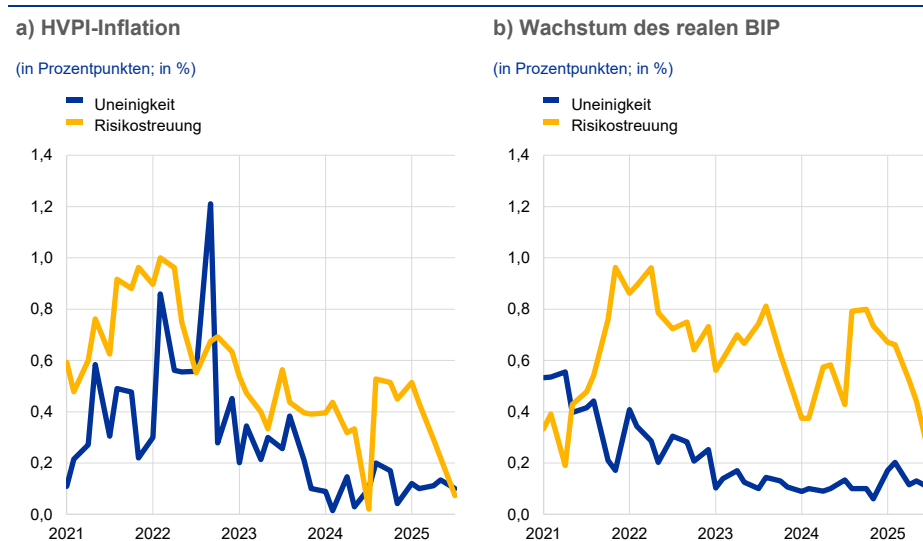
Demgegenüber steht die Risikostreuung für den Nettosaldo des prozentualen Anteils der Befragten, die angeben, dass sie – abgeleitet aus der Frage zur qualitativen Risikobewertung – für ihr Basisszenario Aufwärts- und Abwärtsrisiken sehen. Insgesamt betrachtet bilden diese Indikatoren bestimmte Merkmale der impliziten Erwartungsverteilung ab: die Uneinigkeit erfasst ihre Breite, während die Risikostreuung die Asymmetrie der wahrgenommenen Extremrisiken um die zentrale Tendenz herum erfasst.

Was die Inflation betrifft, so stiegen die Uneinigkeit und die Risikostreuung unter den Teilnehmern der SMA-Umfrage während des Inflationsschubs beträchtlich an und gingen im Zuge der fortschreitenden Disinflation dann schnell wieder zurück. Bei der HVPI-Inflation erreichten die Uneinigkeit und die

Risikostreuung ihren Höchststand bei rund 1,2 bzw. 1,0 Prozentpunkten, bevor sie dann bis Mitte 2023 auf ein niedriges Niveau zurückfielen (siehe Abbildung 4, Grafik a). Beim BIP-Wachstum ging die Uneinigkeit über den Beobachtungszeitraum schrittweise zurück (siehe Abbildung 4, Grafik b). Dagegen blieb die Risikostreuung auf einem höheren Niveau. Dies zeigt, dass die Grundeinschätzungen sich zwar einander angenähert haben, in der Risikobeurteilung aber weiterhin Unterschiede bestehen.

Abbildung 4

SMA-Umfrage: Uneinigkeit und Risikostreuung bei HVPI-Inflation und Wachstum des realen BIP



Quellen: SMA-Umfrage und EZB-Berechnungen.

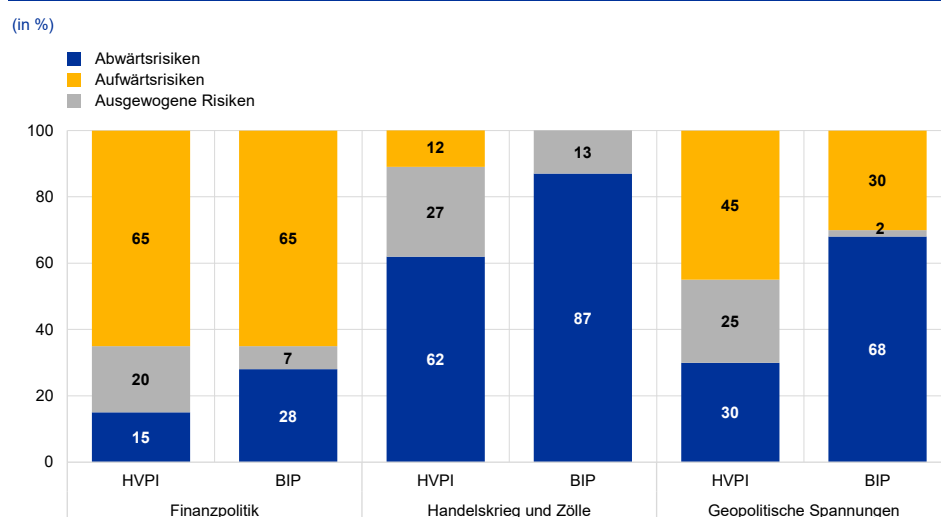
Anmerkung: Die Uneinigkeit – gemessen als die Breite der Interquartilsspanne – ist für die Erwartungen für das jeweils folgende Quartal angegeben. Die Risikostreuung basiert auf den jährlichen Erwartungen für die entsprechende Variable aus der Frage in der SMA-Umfrage zur Risikoeinschätzung. Die Risikostreuung ist definiert als der Nettosaldo zwischen dem prozentualen Anteil der Befragten, die mit Aufwärtsrisiken rechnen, und dem prozentualen Anteil derjenigen, die von Abwärtsrisiken ausgehen.

Schließlich werden die Angaben der Umfrageteilnehmer bezüglich der Risiken für ihre gesamtwirtschaftlichen Prognosen herangezogen, um zu beurteilen, ob ein wirtschaftlicher Schock größere Auswirkungen auf die Angebotsseite oder die Nachfrageseite hat. In der SMA-Umfrage vom Dezember 2025 wurden die einzelnen Antworten in Gruppen eingeordnet. Demnach waren die drei wichtigsten Kategorien „Finanzpolitik“, „Handelskrieg und Zölle“ und „geopolitische Spannungen“

(siehe Abbildung 5). Beim Thema „Finanzpolitik“ erwähnten viele Befragte das deutsche Fiskalpaket und die angekündigten Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur. Sie gingen größtenteils davon aus, dass der Schock sich positiv auf die Nachfrage auswirken würde und somit sowohl für die Inflation als auch für das Wachstum Aufwärtsrisiken bestünden. Die Kategorie „Handelskrieg und Zölle“ wurde eindeutig als Abwärtsrisiko für das Wachstum eingestuft. Es wurden vor allem preisdämpfende Auswirkungen erwartet, was als potenziell negativer Nachfrageschock gesehen werden kann. Auch in der Kategorie „geopolitische Spannungen“ wurden weitgehend negative Auswirkungen auf das Wachstum erwartet. Was dies für die Preise bedeutet, schien jedoch weniger klar zu sein. Diese Risiken könnten entweder auf der Nachfrageseite eintreten oder auf der Angebotsseite. Die Art der Risiken, mit denen die wirtschaftlichen Aussichten behaftet sind, ist wichtig, weil die Geldpolitik Nachfrageschocks effektiver abfedern kann, während die geldpolitische Reaktion auf angebotsseitige Schocks in der Regel weniger aggressiv ist, um negative Auswirkungen auf die Wirtschaft zu begrenzen.

Abbildung 5

Klassifizierung von Risiken in der SMA-Umfrage vom Dezember 2025



Quellen: SMA-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

4 Schlussbemerkungen

In den ersten fünf Jahren, in denen die SMA-Umfrage vollumfänglich durchgeführt wurde, hat sie sich zu einem zentralen Instrument zur Beobachtung und Analyse der gesamtwirtschaftlichen Prognosen und der geldpolitischen Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer entwickelt. Das Panel wurde systematisch erweitert und neu gewichtet, der Fragebogen wurde optimiert, und es wurde ein strukturierter Rahmen zur Durchführung der Befragung eingeführt. Zusammen haben diese Maßnahmen bewirkt, dass die statistischen Grundlagen gestärkt und die Stabilität, der Abdeckungsgrad und die Repräsentativität der Umfrage verbessert wurden.

Die Informationen aus der SMA-Umfrage werden systematisch zu geldpolitischen Zwecken herangezogen, und zwar sowohl zur Vorbereitung der EZB-Ratssitzungen als auch zur Auseinandersetzung mit strukturellen geldpolitischen Fragen. Die Befragung bietet einen Referenzwert für die vorherrschenden Markterwartungen, erleichtert die Beurteilung, wie die Nachrichten und die Mitteilungen der EZB in die Einschätzungen der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und des geldpolitischen Kurses einfließen, und hilft bei der Analyse, wie die über die Marktpreise hinausgehenden Erwartungen der Marktteilnehmer gebildet und revidiert werden und wie sie gestreut sind. Die Analyse in diesem Aufsatz zeigt, dass die Erwartungen in der SMA-Umfrage weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten und einfachen geldpolitischen Referenzwerten im Einklang stehen. Wird die Befragung als Prognoseinstrument betrachtet, so ist ihre Genauigkeit insgesamt mit jener der Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB im Großen und Ganzen vergleichbar.

Literaturverzeichnis

Akkaya, Y., Bitter, L., Brand, C. und Sá, D. (2024), [Fehlerhafte geldpolitische Erwartungen während des jüngsten Straffungszyklus – Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2024.

Akkaya, Y. und Ilieva, B. (2024), [Was sagen die Revisionen der Leitzinserwartungen aus? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten](#), Kasten 7, EZB, Wirtschaftsbericht 7/2024.

Bernardini, M. und Lin, A. (2024), Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor rule, *Economics Letters*, Bd. 235, Februar.

Brand, C. und Hutchinson, J. (2021), [Eine Einführung in die Umfrage unter geldpolitischen Analysten durch die EZB](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2021.

Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A.-C., Page, A. und Tirpák, M. (2023), [Aktualisierte Bewertung der kurzfristigen Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2023.

Europäische Zentralbank (EZB) (2025), [A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#), Occasional Paper Series, Nr. 371, Juni.

Internationaler Währungsfonds (IWF) (2023), [World Economic Outlook: Navigating Global Divergences](#), Washington D.C., Oktober.

Ploj, G. (2025), [SMA vs. ECB inflation forecasts: Which forecasts drive interest rate expectations in the euro area?](#), Short economic and financial analyses, Banka Slovenije, Oktober.

Taylor, J. B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Bd. 39, Dezember, S. 195-214.

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

Angaben zum Euroraum

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾						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 ²⁾ (HVPI)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,3	2,9	0,3	0,7	5,4	0,5	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,0	-0,2	5,0	1,0	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,3	2,2	1,4	1,1	5,0	1,4	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 Q2	0,9	0,9	0,1	0,3	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
Q3	0,9	1,1	0,2	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
Q4	0,7	0,1	0,2	0,2	1,2	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 Q1	.	0,4	0,6	0,5	1,3	-0,2	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2025 Dez.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	2,1	0,8	2,0
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,5	0,2	1,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,3	1,3	1,9
März	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	1,5	1,0	2,6
April	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	1,4	1,2	3,0
Mai	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3,2

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2 Konjunkturentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2023	14 765,3	14 236,4	7 807,8	3 115,2	3 239,2	1 650,8	942,9	639,0	74,2	-528,9	7 437,9	6 909,0
2024	15 353,3	14 686,2	8 100,4	3 279,3	3 223,3	1 640,2	941,7	635,2	83,2	-667,1	7 553,1	6 886,1
2025	15 951,9	15 334,8	8 388,9	3 430,4	3 384,8	1 698,1	972,9	707,1	130,8	-617,1	7 750,9	7 133,8
2025 Q2	3 970,5	3 810,0	2 087,9	851,5	835,6	421,8	241,3	170,8	35,0	-160,5	1 929,1	1 768,6
Q3	4 002,0	3 851,5	2 102,8	861,5	849,9	426,7	245,3	176,2	37,3	-150,5	1 938,1	1 787,6
Q4	4 042,5	3 900,5	2 125,9	876,9	862,7	434,5	249,3	177,1	35,0	-142,1	1 934,8	1 792,7
2026 Q1	4 055,0	3 918,9	2 147,6	879,7	863,9	432,3	250,2	179,7	27,6	-136,2	1 952,9	1 816,8
In % des BIP												
2025	100,0	96,1	52,6	21,5	21,2	10,6	6,1	4,4	0,8	-3,9	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q2	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,4	0,2	1,0	-8,2	-	-	-0,7	-0,2
Q3	0,3	0,6	0,2	0,7	1,2	0,4	1,3	3,1	-	-	0,7	1,4
Q4	0,2	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,2	-0,6	-	-	-0,6	0,3
2026 Q1	-0,2	0,1	0,2	0,5	-0,3	-1,2	0,1	1,4	-	-	-0,2	0,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,5	0,1	0,5	1,5	2,6	1,1	3,0	6,2	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,7	1,3	2,3	-2,4	-2,6	-1,7	-3,1	-	-	0,6	0,0
2025	1,4	2,0	1,4	1,4	3,0	1,2	2,0	9,3	-	-	2,1	3,5
2025 Q2	1,6	2,5	1,7	1,2	3,6	1,0	0,6	16,1	-	-	0,8	2,7
Q3	1,4	1,8	1,3	1,3	3,3	2,1	3,7	5,7	-	-	2,9	3,8
Q4	1,2	2,0	1,3	1,5	3,3	2,6	3,6	4,5	-	-	2,1	3,8
2026 Q1	0,3	1,7	1,1	2,3	0,3	0,6	3,6	-4,7	-	-	-0,9	1,9
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q2	0,1	0,4	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,5	-0,3	-	-
Q3	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
Q4	0,2	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,4	-	-
2026 Q1	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,5	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-	-
2025	1,4	1,9	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,5	-	-
2025 Q2	1,6	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,8	-	-
Q3	1,4	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,3	-	-
Q4	1,2	1,9	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,7	-	-
2026 Q1	0,3	1,6	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-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. €)												
2023	13 356,4	225,3	2 638,9	713,6	2 489,7	705,2	605,0	1 482,7	1 613,1	2 469,4	413,5	1 408,9
2024	13 823,0	235,3	2 621,8	729,6	2 581,4	741,6	642,0	1 535,8	1 685,6	2 614,2	435,7	1 530,3
2025	14 332,5	246,4	2 712,4	761,5	2 660,2	776,3	664,4	1 569,1	1 744,8	2 745,5	452,0	1 619,4
2025 Q2	3 569,4	62,2	676,9	190,2	663,7	192,3	163,8	391,1	433,5	682,8	112,9	401,1
Q3	3 592,8	62,6	672,7	191,7	667,7	195,1	167,4	393,4	439,5	689,0	113,7	409,2
Q4	3 633,3	60,8	682,8	194,0	673,2	198,3	169,4	397,5	443,3	699,8	114,3	409,2
2026 Q1	3 637,9	59,3	672,7	194,4	679,3	198,4	172,6	399,4	445,6	701,0	115,1	417,1
In % der Wertschöpfung												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,6	5,4	4,6	10,9	12,2	19,2	3,2	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q2	0,1	-0,5	0,2	0,1	0,4	0,4	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1
Q3	0,3	0,6	-0,1	0,2	0,3	1,3	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1
Q4	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,8	0,7	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5
2026 Q1	-0,3	0,0	-2,5	-0,5	0,3	0,4	-0,4	0,5	0,4	0,2	0,5	0,4
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,7	-2,9	-1,6	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,1	3,7	-1,7
2024	1,0	0,1	-0,2	-1,3	1,1	2,8	1,6	1,0	1,5	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	2,1	2,3	0,6	1,5	3,3	0,1	0,9	0,8	1,1	0,3	1,5
2025 Q2	1,5	2,2	3,1	0,5	1,6	3,5	-0,5	1,0	0,4	1,1	0,7	2,6
Q3	1,5	2,6	2,4	1,3	1,6	3,3	0,2	1,0	0,8	1,1	-0,6	1,0
Q4	1,3	2,0	1,9	1,6	1,4	3,3	0,7	0,9	1,0	0,8	0,5	0,0
2026 Q1	0,3	0,2	-2,6	0,1	1,1	2,8	-0,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2026 Q1	-0,3	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q2	1,5	0,0	0,6	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	-
Q3	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,3	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2026 Q1	0,3	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	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 %													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,9	6,6
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,5	2,0	3,8	0,8	1,9	1,8	1,3	1,8
2024	1,0	1,0	0,6	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,5	-0,5	0,7	1,5	1,3
2025	0,8	0,7	0,8	-1,6	-0,5	1,2	0,7	-0,1	1,4	2,3	1,0	1,3	1,4
2025 Q2	0,8	0,7	1,0	-1,9	-0,5	1,1	1,0	0,2	1,3	3,0	0,9	1,3	1,1
Q3	0,7	0,7	0,9	-1,5	-0,4	1,4	0,6	-0,5	1,5	2,4	0,9	1,2	1,3
Q4	0,7	0,7	1,1	-0,8	-0,5	1,5	0,6	-1,1	1,4	0,8	1,4	1,2	1,4
2026 Q1	0,5	0,4	1,5	-1,0	-0,2	1,9	0,4	-1,8	1,1	0,9	0,9	1,0	0,7
Geleistete Arbeitsstunden													
Gewichte in %													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	81,9	18,1	3,8	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,0	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	6,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,9	1,0	1,5	2,1	4,0	0,9	1,7	2,2	1,8	2,5
2024	1,1	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,0	1,0	2,4	1,6	0,1	1,4	1,8	1,7
2025	0,4	0,5	0,0	-2,4	-0,8	1,0	0,1	-0,2	1,0	1,7	0,7	1,1	1,9
2025 Q2	0,3	0,4	0,0	-2,6	-1,1	1,3	0,2	-0,1	0,9	2,3	0,6	0,9	1,8
Q3	0,7	0,7	0,7	-2,3	-0,2	1,4	0,5	-0,6	1,2	3,4	1,0	1,3	2,0
Q4	0,7	0,8	0,4	-1,7	-0,2	1,5	0,2	-0,6	1,7	-0,9	1,4	1,5	2,0
2026 Q1	0,5	0,5	0,8	-1,3	0,1	1,1	0,3	-1,8	0,6	0,7	0,8	1,2	0,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,8	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	0,5	0,7
2024	0,2	0,2	0,0	0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,4
2025	-0,4	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	0,5
2025 Q2	-0,5	-0,3	-1,0	-0,7	-0,6	0,2	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	0,7
Q3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	1,0	0,2	0,1	0,7
Q4	0,0	0,1	-0,7	-0,9	0,3	0,0	-0,3	0,5	0,3	-1,6	0,0	0,3	0,6
2026 Q1	0,0	0,1	-0,7	-0,3	0,2	-0,8	0,0	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunkturentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Gewichte in % (2025)			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,764	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,712	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,343	2,8	11,054	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,666	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,842	2,8	11,158	6,4	2,1	8,779	5,5	2,379	14,9	5,754	6,2	5,404	6,6	2,3
2025 Q2	175,831	2,8	11,221	6,4	2,1	8,871	5,6	2,351	14,7	5,833	6,2	5,388	6,5	2,2
Q3	175,923	2,8	11,270	6,4	2,0	8,885	5,6	2,384	14,9	5,807	6,2	5,463	6,6	2,1
Q4	176,187	2,8	11,037	6,3	2,0	8,628	5,4	2,410	15,1	5,707	6,1	5,330	6,5	2,3
2026 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2
2025 Nov.	-	-	11,083	6,3	-	8,686	5,4	2,397	15,1	5,759	6,1	5,325	6,5	-
Dez.	-	-	11,082	6,3	-	8,688	5,4	2,394	15,1	5,734	6,1	5,349	6,5	-
2026 Jan.	-	-	11,055	6,3	-	8,666	5,4	2,388	15,1	5,704	6,1	5,350	6,5	-
Febr.	-	-	11,221	6,4	-	8,818	5,5	2,403	15,1	5,764	6,2	5,457	6,6	-
März	-	-	11,159	6,3	-	8,772	5,5	2,387	15,1	5,711	6,1	5,448	6,6	-
April	-	-	11,075	6,3	-	8,738	5,4	2,338	14,7	5,669	6,0	5,407	6,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. 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).

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Baugewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienstleistungssektor ¹⁾	Pkw-Neuzulassungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren	Kraftstoffe		
	Insgesamt	Verarbeitendes Gewerbe	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Energie							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,4	-1,8	-2,5	-0,9	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,8	-0,1	-0,1	-1,1	1,3	0,7	1,8	0,6	1,5	-0,1
2025	1,5	1,6	-0,7	0,8	5,5	0,9	2,3	2,4	1,4	3,2	2,3	2,1	1,1
2025 Q2	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,3	2,5	3,1	2,1	3,7	4,0	2,2	-1,9
Q3	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	2,5	2,0	0,9	2,9	1,5	2,5	6,4
Q4	2,0	2,1	0,6	3,0	2,5	1,3	2,4	2,3	1,3	3,1	1,8	1,0	3,9
2026 Q1	-1,2	-1,7	-1,4	2,2	-7,7	3,2	-2,5	1,9	1,2	2,7	0,7	1,2	3,5
2025 Nov.	2,1	2,2	0,1	3,5	2,9	0,5	0,9	2,5	1,1	3,8	1,2	0,3	6,3
Dez.	1,9	2,5	1,3	5,2	-0,1	-1,0	1,2	2,1	1,4	2,4	2,0	0,7	0,4
2026 Jan.	-0,6	-1,6	-1,7	1,3	-5,5	6,4	-4,4	2,2	1,8	2,8	0,7	1,3	1,3
Febr.	-0,8	-0,9	-1,5	2,3	-5,3	1,7	-3,0	1,3	1,0	1,7	0,4	1,4	2,1
März	-2,1	-2,4	-1,2	2,9	-11,7	1,2	-1,2	2,1	0,8	3,5	1,0	0,9	7,2
April	.	.	.	.	.	.	.	1,0	0,6	2,0	-3,5	.	4,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2025 Nov.	0,2	0,6	0,0	2,6	-2,0	-2,5	-1,4	0,1	-0,4	0,4	-0,3	-0,6	3,8
Dez.	-0,7	-0,8	-0,1	-1,0	0,6	-0,4	0,5	0,2	0,5	-0,1	0,5	0,3	-5,7
2026 Jan.	-0,7	-1,5	-1,4	-1,5	-4,4	5,3	-1,1	0,0	0,5	-0,3	-1,1	0,9	-0,4
Febr.	0,2	0,7	0,2	0,8	1,3	-2,1	-0,8	-0,5	-0,6	-0,3	0,3	-0,3	2,0
März	0,2	0,4	0,9	1,1	-3,9	-1,5	0,8	0,8	-0,2	1,7	0,9	0,2	2,3
April	.	.	.	.	.	.	.	-0,4	0,9	-0,9	-2,7	.	-0,1

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

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
1999-2022	118,3	14,3	60,0	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 Q3	96,0	-9,9	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
Q4	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 Q1	97,7	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	5,2	89,7
Q2	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 Dez.	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	5,1	.
2026 Jan.	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,4	89,7
Febr.	97,9	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,5	.
März	96,3	-7,1	.	-16,4	-2,2	-7,7	4,5	.
April	93,2	-7,7	78,2	-20,6	-2,8	-10,0	1,4	89,8
Mai	93,5	-8,0	.	-19,0	-3,6	-10,9	2,2	.

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,0	1,6	37,3	6,0	68,8	1,8	3,4	0,9
2024	15,1	81,7	2,4	2,3	-6,8	5,5	4,7	35,8	4,4	67,3	1,8	-0,6	0,9
2025	14,8	81,4	1,0	2,6	3,5	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	6,6	1,5
2025 Q1	15,0	81,4	1,0	2,4	-1,0	5,2	5,5	35,8	4,1	67,3	2,9	8,4	1,8
Q2	15,0	81,6	1,4	2,7	3,2	5,5	5,3	35,6	3,7	66,6	2,5	10,9	1,7
Q3	14,9	81,5	0,8	2,6	4,6	4,9	5,0	35,5	3,5	66,2	2,2	6,4	1,5
Q4	14,8	81,4	1,0	2,6	7,0	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	1,2	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 ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundär- einkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen 1	Ausgaben 2	Saldo 3	Ein- nahmen 4	Aus- gaben 5	Ein- nahmen 6	Aus- gaben 7	Ein- nahmen 8	Aus- gaben 9	Ein- nahmen 10	Aus- gaben 11		
2025 Q2	1 501,5	1 420,9	80,6	718,2	632,2	389,6	352,2	345,9	342,1	47,7	94,5	20,0	19,8
Q3	1 478,3	1 426,0	52,3	722,3	631,4	386,4	357,6	322,6	341,3	47,1	95,7	24,6	22,2
Q4	1 486,3	1 424,5	61,8	711,3	635,3	390,8	344,9	337,3	345,7	46,8	98,6	42,1	20,1
2026 Q1	1 540,4	1 459,8	80,6	717,8	641,7	413,5	368,0	358,2	354,0	50,8	96,0	36,7	25,7
2025 Okt.	498,3	467,9	30,4	237,0	204,2	130,0	114,2	116,0	116,5	15,3	33,0	9,0	4,9
Nov.	495,7	482,0	13,7	235,0	211,5	131,9	116,9	112,4	120,0	16,5	33,7	11,1	5,0
Dez.	492,3	474,5	17,7	239,4	219,6	128,9	113,8	108,9	109,2	15,1	31,9	22,0	10,3
2026 Jan.	514,1	473,9	40,2	238,3	202,8	138,0	121,8	120,7	117,1	17,1	32,2	15,4	13,3
Febr.	520,4	494,8	25,6	243,6	217,3	139,4	124,2	120,1	121,7	17,3	31,6	10,4	7,9
März	505,9	491,1	14,9	235,9	221,6	136,1	122,1	117,5	115,2	16,4	32,2	10,9	4,5
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2026 März	6 006,5	5 731,2	275,3	2 869,7	2 540,7	1 580,3	1 422,6	1 364,0	1 383,0	192,4	384,8	123,4	88,0
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2026 März	37,4	35,7	1,7	17,9	15,8	9,8	8,9	8,5	8,6	1,2	2,4	0,8	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Insgesamt				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2025 Q2	-0,1	1,7	724,2	338,1	139,0	229,1	602,7	694,5	383,5	118,8	177,3	507,2	60,0
Q3	1,4	2,2	724,1	339,9	145,8	222,9	601,1	694,6	379,7	121,2	177,4	511,1	64,1
Q4	0,3	0,0	718,6	331,7	144,7	223,9	592,6	689,2	373,2	122,7	173,1	512,3	58,3
2026 Q1	-6,5	-1,5	721,3	.	.	.	584,4	700,3	.	.	.	509,0	.
2025 Okt.	1,1	-3,2	237,4	109,7	48,3	74,0	195,6	225,1	121,6	40,4	55,7	167,6	19,0
Nov.	-3,3	-0,4	239,5	111,1	47,4	75,0	197,5	232,1	126,4	40,8	58,6	171,3	19,5
Dez.	3,3	4,2	241,7	110,9	49,1	74,8	199,5	232,0	125,2	41,5	58,8	173,4	19,8
2026 Jan.	-7,2	-6,9	237,8	111,9	47,3	73,2	194,8	226,8	122,0	41,0	57,5	168,6	19,0
Febr.	-6,9	-2,3	239,2	112,3	47,5	72,8	195,6	232,7	128,6	40,8	58,1	171,4	19,3
März	-5,5	4,4	244,3	.	.	.	194,0	240,8	.	.	.	169,0	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2025 Q1	0,5	2,1	97,3	93,1	94,0	106,8	96,8	100,2	95,5	98,4	110,3	100,9	130,3
Q2	-2,9	1,1	93,5	86,9	89,7	108,6	94,1	100,7	95,3	101,7	110,9	101,1	135,5
Q3	0,1	3,2	94,4	87,8	94,9	105,7	94,4	101,8	96,5	104,2	111,0	102,5	139,5
Q4	-0,9	2,3	92,2	83,8	91,7	105,6	92,1	101,8	95,3	105,6	109,3	103,1	141,8
2025 Sept.	6,0	7,1	96,4	92,8	93,3	105,0	95,5	102,6	97,1	105,1	112,4	103,4	142,6
Okt.	-0,2	-2,3	92,3	84,1	92,1	105,8	92,8	98,9	93,0	104,0	105,4	100,3	134,4
Nov.	-4,7	1,9	93,7	85,3	92,0	106,7	92,5	104,0	97,1	107,5	112,3	104,4	144,8
Dez.	2,6	8,3	90,7	82,1	91,1	104,2	90,9	102,4	95,8	105,2	110,2	104,7	146,2
2026 Jan.	-7,0	-3,7	91,1	82,4	91,9	105,0	91,1	98,8	90,7	102,3	108,2	100,2	139,4
Febr.	-5,3	0,5	92,6	85,1	92,7	104,4	91,2	101,4	95,4	104,0	109,1	102,5	144,5

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).

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insge- samt ohne Energie und Nahrungs- mittel										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2026)	100,0	100,0	72,0	53,3	46,7	100,0	13,8	5,2	25,3	9,0	46,7	87,7	12,3
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,0	0,0	-4,1	1,0	1,9	2,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,4	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,9	0,2	3,3	0,7	2,0	2,3
2025 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	2,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,8	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Febr.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	0,8	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4
März	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,4	0,0	7,0	0,2	2,6	2,6
April	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,5	0,2	3,0	0,4	3,0	3,0
Mai ³⁾	103,2	3,2	2,5	.	3,5	0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,1	0,5	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeit, einschl. Reparaturen und Körperpflege	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Ins- gesamt	Wohn- ungs- mieten				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2026)	19,0	13,8	5,2	34,3	25,3	9,0	9,7	5,9	6,8	2,1	18,0	10,0
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 Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2026 Q1	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2
2025 Dez.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
Febr.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2
März	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,7	3,2
April	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1
Mai ³⁾	2,0	1,1	4,2	.	0,9	10,9	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne 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	-1,0	-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	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 Q2	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,3	3,3
Q3	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,2	1,7
Q4	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,2	1,9
2026 Q1	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	.	.
2025 Nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
Dez.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 Jan.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-
Febr.	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
März	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
April	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,1	0,8	-0,8	1,9	12,3	-	-	-

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 12 einschließlich Bulgarien.

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (Brent- Kassakurs, in USD)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Ins- gesamt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Ins- gesamt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sam- men	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne 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	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,4	2,5	2,3	2,1	3,1	1,9	0,5	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q2	119,9	2,4	2,3	1,9	3,1	2,1	0,3	-0,2	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
Q3	120,6	2,5	2,4	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,6	2,6	2,4	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 Q1	122,2	2,3	1,8	2,2	2,3	2,2	0,6	-0,6	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
2025 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,3	-16,1	-1,9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,6	-4,1	-13,3	-18,4	-7,9
März	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,5	4,0	-3,6	-7,7	0,8
April	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,9	18,6	5,9	-3,4	15,9

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und LSEG (London Stock Exchange Group) (Spalte 9).

1) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euroraums.

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der inländischen Verwendung im Zeitraum 2009-2011.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe	
	1	2	3	4	5
1999-2022	45,6	45,9	23,1	37,6	62,1
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 Q2	7,3	15,6	13,4	3,2	49,2
Q3	7,7	16,6	13,3	2,9	48,0
Q4	10,1	17,7	13,5	7,9	48,4
2026 Q1	14,6	18,5	14,4	8,9	46,7
2025 Dez.	11,6	18,3	14,6	8,9	49,1
2026 Jan.	11,2	17,1	14,2	8,7	46,9
Febr.	12,5	17,8	14,0	6,7	45,8
März	20,1	20,6	14,8	11,2	47,5
April	30,2	28,0	17,3	19,3	56,5
Mai	27,4	27,4	16,2	17,3	57,4

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,8	4,8	4,6	5,2	5,1	4,1	4,3
2024	116,1	4,8	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
2025	120,2	3,6	3,5	3,9	3,8	3,1	2,8
2025 Q2	124,8	4,0	4,0	4,0	4,5	3,1	4,0
Q3	116,3	3,5	3,3	3,9	3,5	3,3	1,9
Q4	127,2	3,4	3,1	4,2	3,3	3,5	2,9
2026 Q1	116,5	3,4	3,6	3,0	3,2	3,7	2,5

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2023	109,5	6,5	6,7	8,3	4,7	7,8	1,3	10,7	3,3	6,1	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,4	4,8	6,7	4,1	3,4	4,1	2,0	4,0	4,5	4,4
2025	118,1	3,2	0,2	0,9	4,6	3,1	0,8	4,7	4,5	4,0	4,4	4,7
2025 Q2	117,4	3,1	0,0	0,2	5,4	3,0	0,8	5,8	4,8	5,0	4,3	4,7
Q3	118,4	3,2	-0,3	1,2	3,9	2,9	0,9	4,6	5,2	3,9	4,1	6,1
Q4	119,3	3,2	0,2	1,1	3,2	2,8	-0,4	4,2	4,1	3,1	4,9	4,0
2026 Q1	120,5	3,7	2,5	5,8	4,7	3,0	-0,5	5,3	3,8	3,3	3,5	4,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2023	115,0	5,4	4,7	5,8	5,0	5,6	4,5	6,6	3,7	6,1	4,9	5,5
2024	120,2	4,5	5,2	4,4	4,2	4,3	3,9	4,2	3,5	4,8	4,8	5,0
2025	124,9	3,9	3,9	3,7	3,9	3,8	4,2	3,3	3,1	3,8	4,2	3,6
2025 Q2	124,4	4,0	4,2	3,9	4,8	3,6	4,1	3,9	2,7	4,4	4,1	4,2
Q3	125,5	4,0	3,9	4,1	3,9	3,9	4,7	3,2	3,8	3,9	4,0	4,1
Q4	126,5	3,7	3,0	3,5	3,3	3,7	4,0	3,6	4,2	2,8	4,5	3,1
2026 Q1	127,4	3,5	3,7	3,2	2,8	3,7	4,2	3,9	4,0	3,5	3,3	4,1
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2023	105,0	-1,0	-1,8	-2,3	0,2	-2,1	3,1	-3,7	0,3	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,0	1,7	-0,5	-2,4	0,1	0,5	0,0	1,5	0,7	0,3	0,6
2025	105,8	0,6	3,7	2,8	-0,6	0,7	3,3	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,0
2025 Q2	105,9	0,8	4,2	3,7	-0,6	0,6	3,2	-1,8	-2,0	-0,5	-0,2	-0,5
Q3	106,0	0,7	4,2	2,8	0,0	1,0	3,8	-1,3	-1,3	0,0	-0,1	-1,9
Q4	106,0	0,5	2,8	2,4	0,1	0,9	4,4	-0,6	0,1	-0,4	-0,4	-0,9
2026 Q1	105,7	-0,2	1,1	-2,4	-1,8	0,7	4,7	-1,4	0,2	0,2	-0,1	0,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2023	108,7	4,9	4,4	5,5	4,6	5,2	4,3	6,4	3,7	5,5	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	4,9	4,4	4,3	4,1	3,8	4,0	3,0	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,4	3,8	4,5	4,1	4,4	3,0
2025 Q2	117,4	4,3	4,0	4,4	4,4	4,0	4,2	4,3	4,0	4,9	4,6	3,5
Q3	118,3	3,9	4,8	3,9	3,9	3,7	5,1	3,8	4,4	3,9	3,9	3,6
Q4	118,7	3,5	3,0	3,1	3,4	3,9	3,5	3,3	6,2	2,6	4,2	2,1
2026 Q1	119,9	3,4	4,1	3,0	3,7	3,7	4,4	4,3	4,4	3,3	3,0	3,9
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2023	99,1	-1,2	-1,0	-2,6	0,3	-2,2	2,9	-3,8	0,5	-0,4	-0,7	1,2
2024	98,9	-0,1	1,1	-0,4	-2,3	0,1	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	100,0	1,0	4,6	3,2	-0,4	1,4	3,5	-0,9	-0,8	0,1	0,0	-1,5
2025 Q2	99,9	1,3	4,9	4,3	-0,8	1,4	3,5	-1,5	-1,3	-0,2	0,2	-1,1
Q3	99,9	0,7	5,1	2,6	-0,1	1,1	3,9	-0,9	-2,3	-0,2	-0,2	-2,5
Q4	99,5	0,5	3,7	2,1	0,1	1,2	3,9	-0,9	1,8	-0,4	-0,7	-1,5
2026 Q1	99,5	-0,2	1,4	-2,7	-1,1	0,7	4,7	-0,9	0,5	0,3	-0,4	0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
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	4,24	0,47
2025 Dez.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,56
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Febr.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73
März	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73
April	1,93	1,97	2,18	2,45	2,75	3,64	0,73
Mai	1,93	1,96	2,23	2,54	2,80	3,59	0,73

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Japan	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre – 1 Jahr	10 Jahre – 1 Jahr	10 Jahre – 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 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
Febr.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59
März	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75
April	2,20	2,51	2,61	2,73	3,09	0,59	0,72	1,40	2,72	2,68	3,05	3,77
Mai	2,20	2,41	2,50	2,65	3,02	0,60	0,72	1,54	2,57	2,59	2,99	3,69

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 Dez.	604,4	5 730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1 214,5	1 167,1	498,3	337,6	902,9	6 853,0	50 162,4
2026 Jan.	628,1	5 951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1 281,0	1 284,1	526,6	343,5	908,5	6 929,1	53 077,3
Febr.	640,9	6 051,7	1 028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1 294,1	1 265,9	559,5	390,5	903,5	6 893,8	56 480,9
März	606,2	5 693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1 194,9	1 213,6	561,9	402,5	821,8	6 654,4	53 964,9
April	629,5	5 880,4	1 051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1 235,8	1 252,9	584,3	400,3	829,5	6 957,0	57 245,8
Mai	638,1	5 942,2	1 048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1 246,4	1 374,0	569,6	426,2	786,0	7 412,6	62 773,7

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)^{1), 2)}

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- 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 ³⁾		Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zins- satz ³⁾	Gewich- teter Indikator der Kreditfinan- zierungs- 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 Mai	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30	
Juni	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30	
Juli	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28	
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31	
Sept.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,75	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31	
Okt.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31	
Nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30	
Dez.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32	
2026 Jan.	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35	
Febr.	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37	
März	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35	
April	0,26	1,17	1,88	2,41	7,23	16,44	7,09	7,65	8,32	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

4.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 2)}

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kreditfin- anzierungs- 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 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	3,61
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	3,14	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	3,33	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	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,40	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
Febr.	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,16	3,62	3,51
März	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,52	3,71	3,29	3,61	3,59	3,59
April	0,53	1,99	2,71	3,71	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten¹⁾

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

	Umlauf						Bruttoabsatz ²⁾							
	Insge- samt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Ins- gesamt	Darunter: Zentral- staaten
			Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften					Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapital- gesell- schaften				
			Ins- gesamt	FMKGs					Ins- gesamt	FMKGs				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Kurzfristig														
2023	1 579,6	628,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1 604,7	586,7	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	517,5	206,8	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1 616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	555,8	227,6	151,6	123,4	42,0	134,6	107,8
2025 Nov.	1 683,0	619,1	210,8	120,5	95,1	757,9	670,3	548,8	221,7	146,4	122,3	40,1	140,6	114,3
Dez.	1 616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	484,9	175,0	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2
2026 Jan.	1 681,7	614,6	203,9	113,7	88,6	774,6	672,7	628,5	256,7	159,1	123,3	45,3	167,4	138,7
Febr.	1 683,2	630,7	207,1	114,1	92,1	753,2	659,4	556,9	231,5	151,9	123,3	41,4	132,1	99,8
März	1 653,4	590,0	198,8	107,7	90,9	773,7	682,6	618,6	237,1	163,9	133,7	48,5	169,1	144,3
April	1 663,1	592,7	193,1	99,3	97,5	779,8	697,3	619,7	224,5	167,4	131,5	59,4	168,4	142,2
Langfristig														
2023	19 430,8	4 456,3	3 241,3	1 434,3	1 544,3	10 188,9	9 449,7	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,2	130,8
2024	20 535,5	4 774,9	3 509,0	1 528,6	1 644,3	10 607,2	9 835,4	351,1	89,3	86,1	35,2	27,0	148,7	138,1
2025	21 410,7	4 895,2	3 757,0	1 694,9	1 745,6	11 013,0	10 220,4	384,6	92,9	102,9	44,7	31,0	157,8	146,7
2025 Nov.	21 578,0	4 927,6	3 768,1	1 687,8	1 755,0	11 127,3	10 325,3	385,0	83,6	130,9	55,7	43,6	127,0	117,8
Dez.	21 410,7	4 895,2	3 757,0	1 694,9	1 745,6	11 013,0	10 220,4	265,1	75,1	111,8	57,4	16,9	61,4	54,7
2026 Jan.	21 715,5	4 946,7	3 757,0	1 686,6	1 767,7	11 244,0	10 430,4	537,0	147,4	90,2	27,6	36,3	263,1	236,0
Febr.	21 975,3	4 992,4	3 786,6	1 693,9	1 779,6	11 416,7	10 590,2	392,0	88,5	92,0	35,4	23,2	188,3	174,5
März	21 695,9	4 941,1	3 801,6	1 731,0	1 736,1	11 217,1	10 400,8	448,6	114,5	131,1	64,0	21,7	181,2	163,9
April	21 782,8	5 007,9	3 827,3	1 732,1	1 755,3	11 192,3	10 376,3	425,3	133,7	87,5	33,8	34,7	169,3	159,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien¹⁾

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

	Schuldverschreibungen						Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	
			Finanzielle Kapital- gesellschaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften							
			Insgesamt	FMKGs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Umlauf											
2023	21 010,4	5 084,9	3 405,4	1 538,9	1 629,5	10 890,6	10 108,8	9 667,1	625,3	1 415,4	7 625,8
2024	22 140,2	5 361,6	3 714,6	1 649,8	1 715,0	11 349,0	10 510,1	10 145,8	755,1	1 585,0	7 805,2
2025	23 027,6	5 475,3	3 970,7	1 827,6	1 822,7	11 758,8	10 883,1	11 697,4	1 315,7	1 850,0	8 531,3
2025 Nov.	23 261,0	5 546,7	3 978,9	1 808,3	1 850,2	11 885,2	10 995,6	11 491,0	1 204,0	1 856,2	8 430,3
Dez.	23 027,6	5 475,3	3 970,7	1 827,6	1 822,7	11 758,8	10 883,1	11 697,4	1 315,7	1 850,0	8 531,3
2026 Jan.	23 397,2	5 561,4	3 961,0	1 800,4	1 856,3	12 018,6	11 103,1	11 946,9	1 363,8	1 829,2	8 753,4
Febr.	23 658,5	5 623,2	3 993,7	1 808,0	1 871,7	12 169,9	11 249,5	12 302,3	1 320,4	1 878,7	9 102,8
März	23 349,3	5 531,1	4 000,4	1 838,7	1 827,0	11 990,7	11 083,4	11 333,5	1 177,3	1 774,1	8 381,6
April	23 445,8	5 600,6	4 020,3	1 831,3	1 852,9	11 972,0	11 073,6	11 932,3	1 269,2	1 856,2	8 806,4
Wachstumsraten ²⁾											
2025 Sept.	4,8	3,1	8,6	10,7	3,4	4,7	4,6	0,1	0,7	-0,8	0,1
Okt.	4,9	3,3	9,3	10,4	3,2	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
Nov.	5,5	4,0	9,8	11,0	4	5	4,8	0,0	0,4	-0,9	0,0
Dez.	5,3	3,3	10,3	12,1	4	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 Jan.	5,5	3,4	9,7	10,3	4,7	5,3	5,0	0,1	2,6	-0,8	0,0
Febr.	5,4	3,9	9,2	9,6	4,9	5	4,8	0,2	2,3	-0,7	0,1
März	5,5	3,1	9,7	10,2	4,4	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,3	0,2
April	5,7	5,5	9,2	8,8	4,9	4,8	4,7	0,3	1,6	-0,2	0,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-17						EWK-40	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	65,2	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,5	64,8	88,1	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,9	62,8	90,3	128,3	96,1
2025 Q2	100,4	96,1	100,7	92,0	62,9	90,4	128,4	96,2
Q3	102,1	97,7	102,1	93,5	63,9	92,0	130,8	97,9
Q4	101,9	97,4	101,8	93,5	63,2	91,9	130,7	97,5
2026 Q1	101,4	97,2	101,8	.	.	.	130,3	97,2
2025 Dez.	102,2	97,7	102,0	-	-	-	131,1	97,8
2026 Jan.	101,8	97,5	101,9	-	-	-	130,7	97,4
Febr.	101,8	97,4	101,7	-	-	-	130,7	97,3
März	100,8	96,9	101,8	-	-	-	129,6	96,8
April	101,3	97,5	102,3	-	-	-	130,2	97,3
Mai	100,8	97,3	101,9	-	-	-	129,7	97,0
Veränderung gegen Vormonat in %								
2026 Mai	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
Veränderung gegen Vorjahr in %								
2026 Mai	0,9	1,8	1,7	-	-	-	1,6	1,4

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 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
2026 Q1	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2025 Dez.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Febr.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
März	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
April	8,000	24,381	7,473	368,960	186,206	4,250	0,869	5,0991	10,835	0,921	1,171
Mai	7,935	24,313	7,473	358,231	184,710	4,241	0,866	5,2296	10,861	0,915	1,167
Veränderung gegen Vormonat in %											
2026 Mai	-0,8	-0,3	0,0	-2,9	-0,8	-0,2	-0,4	2,6	0,2	-0,7	-0,3
Veränderung gegen Vorjahr in %											
2026 Mai	-2,5	-2,4	0,2	-11,3	13,2	-0,3	2,6	3,1	-0,2	-2,2	3,5

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2025 Q1	36 234,7	34 654,4	1 580,3	12 786,0	9 986,3	14 303,7	16 559,5	39,9	7 594,1	8 108,6	1 511,0	17 014,7
Q2	35 913,9	34 533,4	1 380,5	12 563,9	9 760,3	14 385,4	16 751,1	-0,2	7 502,7	8 021,9	1 462,1	16 870,9
Q3	36 834,3	35 241,8	1 592,5	12 613,6	9 816,5	15 099,1	17 385,9	-14,5	7 514,0	8 039,4	1 622,2	16 980,3
Q4	37 592,6	35 833,8	1 758,9	12 798,4	9 798,2	15 457,0	17 986,7	-5,1	7 567,5	8 048,9	1 774,8	16 999,2
Bestände in % des BIP												
2025 Q4	235,7	224,6	11,0	80,2	61,4	96,9	112,8	0,0	47,4	50,5	11,1	106,6
Transaktionen												
2025 Q2	337,0	252,8	84,2	-17,3	-47,9	208,5	208,6	-17,9	155,0	92,1	8,8	-
Q3	304,6	261,0	43,6	41,3	35,8	275,6	200,9	-4,4	-13,6	24,2	5,8	-
Q4	377,3	299,2	78,1	143,4	-3,1	134,6	257,8	-23,5	114,2	44,5	8,6	-
2026 Q1	600,0	571,0	28,9	105,0	57,1	160,0	313,6	-10,7	339,9	200,2	5,7	-
2025 Okt.	212,7	180,5	32,2	13,7	-48,5	34,3	68,6	1,4	162,6	160,4	0,8	-
Nov.	226,5	236,6	-10,1	67,8	66,7	38,7	107,7	-6,4	123,7	62,1	2,7	-
Dez.	-62,0	-117,9	55,9	62,0	-21,4	61,6	81,4	-18,6	-172,1	-178,0	5,1	-
2026 Jan.	385,2	380,4	4,9	25,3	16,4	129,6	138,9	-10,1	238,9	225,1	1,5	-
Febr.	290,9	261,9	29,0	25,1	19,2	107,2	143,6	-0,4	157,5	99,1	1,6	-
März	-76,2	-71,3	-4,9	54,6	21,5	-76,8	31,1	-0,1	-56,4	-123,9	2,6	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2026 März	1 618,9	1 384,0	234,9	272,4	41,9	778,7	980,9	-56,6	595,5	361,1	28,9	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2026 März	10,1	8,6	1,5	1,7	0,3	4,8	6,1	-0,4	3,7	2,2	0,2	-

Quelle: EZB.

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt	
	M2						M3-M2						
	M1			M2-M1			Zusammen	Repo-geschäfte	Geldmarkt-fondsanteile	Schuld-verschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen		
	Bargeld-umlauf	Täglich fällige Einlagen	Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Zusammen							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände													
2023	1 534,0	8 820,5	10 354,5	2 305,6	2 451,9	4 757,5	15 112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16 108,6	
2024	1 554,5	9 048,7	10 603,2	2 544,5	2 456,1	5 000,6	15 603,8	253,8	885,7	33,2	1 172,7	16 776,5	
2025	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	258,4	855,7	11,9	1 126,0	17 203,3	
2025	Q2	1 563,9	9 242,9	10 806,8	2 401,6	2 514,5	4 916,2	15 723,0	257,5	918,6	28,1	1 204,2	16 927,2
	Q3	1 574,9	9 321,2	10 896,2	2 348,8	2 543,7	4 892,6	15 788,7	258,6	922,6	12,3	1 193,5	16 982,2
	Q4	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	258,4	855,7	11,9	1 126,0	17 203,3
2026	Q1 ^(p)	1 602,1	9 683,8	11 285,9	2 422,6	2 574,0	4 996,5	16 282,4	223,3	900,9	40,9	1 165,0	17 447,4
2025	Nov.	1 585,5	9 473,5	11 059,0	2 406,2	2 559,4	4 965,6	16 024,6	251,7	901,9	22,4	1 176,0	17 200,6
	Dez.	1 587,5	9 505,0	11 092,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 077,2	258,4	855,7	11,9	1 126,0	17 203,3
2026	Jan.	1 597,0	9 625,9	11 222,9	2 411,0	2 569,2	4 980,2	16 203,1	231,7	858,8	38,3	1 128,8	17 331,9
	Febr.	1 598,0	9 636,8	11 234,8	2 435,5	2 574,5	5 010,0	16 244,9	207,6	884,1	18,6	1 110,2	17 355,1
	März	1 602,1	9 683,8	11 285,9	2 422,6	2 574,0	4 996,5	16 282,4	223,3	900,9	40,9	1 165,0	17 447,4
	April ^(p)	1 602,9	9 662,2	11 265,1	2 445,3	2 579,4	5 024,8	16 289,9	200,8	900,0	43,2	1 144,1	17 433,9
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6	
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7	
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,6	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,4	
2025	Q2	5,7	141,3	147,0	-75,8	26,1	-49,7	97,3	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,8
	Q3	11,0	80,4	91,4	-52,6	29,2	-23,4	68,1	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,5
	Q4	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	-0,1	-34,2	2,3	-31,9	207,7
2026	Q1 ^(p)	7,0	95,5	102,5	-18,5	8,7	-9,8	92,7	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9
2025	Nov.	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,2	123,7	14,6	-9,7	-1,4	3,4	127,1
	Dez.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,1
2026	Jan.	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,4	2,3	25,4	28,2	55,9
	Febr.	1,0	8,8	9,8	23,5	5,2	28,7	38,5	-24,5	24,8	-19,1	-18,8	19,7
	März	4,1	39,5	43,6	-16,4	-0,7	-17,1	26,5	15,1	16,1	23,5	54,7	81,2
	April ^(p)	0,8	-27,7	-26,9	24,9	5,5	30,4	3,5	-21,8	-1,7	3,1	-20,4	-16,9
Wachstumsraten													
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0	
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6	
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8	
2025	Q2	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4
	Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
	Q4	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2026	Q1 ^(p)	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2
2025	Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,1	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,5	2,1	3,0
	Dez.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2026	Jan.	2,2	5,8	5,3	-5,1	4,0	-0,6	3,4	0,7	0,5	10,4	0,6	3,2
	Febr.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-10,4	0,5	-27,7	-2,4	2,9
	März	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2
	April ^(p)	2,3	4,1	3,8	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,8	3,3	41,1	1,1	2,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2023	3 318,2	2 403,6	772,2	130,9	11,6	8 406,2	5 105,6	1 014,1	2 285,3	1,3	1 268,0	226,7	542,4
2024	3 417,1	2 479,2	793,5	133,3	11,1	8 733,8	5 188,4	1 255,1	2 289,0	1,3	1 372,2	231,6	548,3
2025	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 474,9	224,2	553,2
2025 Q2	3 438,0	2 506,4	778,5	143,8	9,3	8 844,8	5 334,0	1 174,5	2 335,2	1,1	1 356,2	233,3	544,1
Q3	3 468,6	2 538,4	778,4	145,7	6,0	8 903,2	5 400,7	1 138,3	2 363,0	1,1	1 334,0	229,4	537,2
Q4	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 474,9	224,2	553,2
2026 Q1 ^(p)	3 568,1	2 626,1	786,5	152,4	3,1	9 101,2	5 564,3	1 150,8	2 385,4	0,7	1 435,8	244,0	554,5
2025 Nov.	3 492,9	2 565,1	773,4	148,8	5,7	8 963,9	5 452,1	1 136,0	2 375,0	0,9	1 442,1	221,8	570,1
Dez.	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 990,0	5 472,2	1 136,3	2 380,2	1,3	1 474,9	224,2	553,2
2026 Jan.	3 536,1	2 600,5	778,3	152,7	4,5	9 080,2	5 552,9	1 144,7	2 381,6	1,0	1 403,4	239,5	578,6
Febr.	3 557,7	2 610,2	790,3	152,5	4,6	9 105,5	5 572,1	1 147,6	2 384,9	0,9	1 380,4	244,2	566,6
März	3 568,1	2 626,1	786,5	152,4	3,1	9 101,2	5 564,3	1 150,8	2 385,4	0,7	1 435,8	244,0	554,5
April ^(p)	3 572,7	2 612,4	801,4	153,6	5,3	9 136,4	5 585,3	1 159,4	2 390,8	0,8	1 386,8	236,8	555,0
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,9	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	75,9	-4,9	3,4
2025 Q2	33,3	34,4	-5,2	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	12,0	6,5	4,7
Q3	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-24,8	-3,8	-7,2
Q4	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	90,8	-5,0	15,1
2026 Q1 ^(p)	34,7	26,5	9,0	2,0	-2,8	54,0	49,8	-0,2	5,0	-0,6	-23,6	12,7	-1,0
2025 Nov.	16,4	8,9	7,1	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	62,3	-2,1	24,1
Dez.	15,9	12,2	1,9	1,6	0,2	26,3	20,7	0,0	5,3	0,4	39,3	2,7	-17,1
2026 Jan.	9,3	5,5	2,7	2,4	-1,3	33,6	38,3	-5,6	1,1	-0,3	-48,6	8,8	23,2
Febr.	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	24,7	18,8	2,7	3,3	-0,1	-24,6	4,5	-12,0
März	5,0	12,0	-5,3	-0,1	-1,5	-4,3	-7,3	2,7	0,5	-0,2	49,7	-0,6	-12,1
April ^(p)	6,6	-12,4	15,6	1,2	2,2	26,0	11,4	9,0	5,4	0,2	-45,3	-6,9	0,5
Wachstumsraten													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2025 Q2	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,0
Q3	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Q1 ^(p)	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
2025 Nov.	3,5	5,4	-3,7	14,4	-26,7	3,1	5,8	-9,7	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dez.	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Jan.	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,2	3,2	4,8
Febr.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	1,8	4,0	3,4
März	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
April ^(p)	3,8	4,4	1,3	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,2	-0,2	-3,6	2,3

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 Forderungen an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Forderungen an öffentliche Haushalte			Forderungen an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum									
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)		
					Insgesamt		An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2023	6 297,5	988,8	5 283,4	15 501,0	13 045,4	13 251,0	5 130,8	6 649,1	1 127,6	137,8	1 559,1	896,5	
2024	6 251,1	986,9	5 238,3	15 788,1	13 258,0	13 502,0	5 189,5	6 678,6	1 250,9	139,0	1 578,8	951,2	
2025	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 247,7	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,1	1 045,3	
2025	Q2	6 274,4	1 007,9	5 240,6	15 955,8	13 410,2	13 679,7	5 214,8	6 767,1	1 283,8	144,5	1 571,0	974,6
	Q3	6 287,6	1 017,1	5 244,4	16 020,7	13 447,1	13 719,9	5 243,5	6 808,9	1 258,7	136,1	1 566,9	1 006,6
	Q4	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 247,7	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,1	1 045,3
2026	Q1	6 307,5	1 047,7	5 233,6	16 437,9	13 815,9	14 086,8	5 356,8	6 933,3	1 373,4	152,4	1 571,8	1 050,2
2025	Nov.	6 310,4	1 026,4	5 257,9	16 209,2	13 578,5	13 847,1	5 266,9	6 836,2	1 338,0	137,4	1 589,9	1 040,7
	Dez.	6 294,5	1 020,5	5 247,8	16 247,7	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,1	1 045,3
2026	Jan.	6 371,7	1 039,7	5 305,7	16 359,0	13 711,5	13 983,7	5 310,8	6 898,5	1 350,9	151,2	1 588,3	1 059,2
	Febr.	6 328,5	1 045,0	5 257,3	16 407,9	13 758,8	14 022,5	5 335,7	6 918,8	1 351,8	152,5	1 585,5	1 063,6
	März	6 307,5	1 047,7	5 233,6	16 437,9	13 815,9	14 086,8	5 356,8	6 933,3	1 373,4	152,4	1 571,8	1 050,2
	April	6 270,8	1 048,8	5 195,6	16 430,2	13 844,9	14 116,6	5 381,2	6 940,2	1 375,4	148,1	1 530,3	1 054,9
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9	
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1	
2025	49,9	33,4	16,2	455,4	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,7	54,0	
2025	Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,9	26,7	45,8	15,2	7,8	9,9	-0,4
	Q3	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,7	26,9
	Q4	10,2	4,7	5,4	181,9	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,8	9,1
2026	Q1	14,4	24,8	-10,5	158,3	153,2	149,6	48,2	57,2	47,4	0,5	0,5	4,6
2025	Nov.	5,3	1,3	4,1	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
	Dez.	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,3	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7
2026	Jan.	49,4	17,3	32,0	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3
	Febr.	-60,6	5,2	-65,8	39,9	47,3	37,7	29,4	20,7	-4,0	1,3	-5,2	-2,3
	März	25,6	2,3	23,3	43,3	56,3	64,2	19,5	19,0	17,9	-0,2	-9,5	-3,4
	April	-40,7	1,2	-41,9	2,2	45,6	43,4	26,7	19,5	3,5	-4,2	-41,9	-1,5
Wachstumsraten													
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3	
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2	
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6	
2025	Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,5	11,0	0,8	4,7
	Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
	Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026	Q1	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
2025	Nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
	Dez.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026	Jan.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,8	5,4
	Febr.	0,1	4,4	-0,7	3,0	3,2	3,3	3,0	2,8	5,2	9,2	0,7	4,4
	März	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
	April	-0,4	4,8	-1,4	3,0	3,5	3,5	3,5	2,9	6,3	5,2	-2,2	5,3

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 Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumen- tenkredite	Wohnungs- baukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾				Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2023	5 130,8	5 135,7	915,6	1 089,6	3 125,7	6 649,1	6 867,2	731,1	5 229,1	688,9
2024	5 189,5	5 200,3	930,7	1 097,9	3 160,9	6 678,6	6 929,4	744,8	5 255,6	678,2
2025	5 294,8	5 324,3	950,2	1 121,7	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2025 Q2	5 214,8	5 250,8	929,9	1 115,0	3 169,9	6 767,1	7 016,7	757,7	5 333,4	676,1
Q3	5 243,5	5 281,7	926,6	1 126,6	3 190,3	6 808,9	7 061,1	767,3	5 369,2	672,4
Q4	5 294,8	5 324,3	950,2	1 121,7	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2026 Q1	5 356,8	5 383,3	966,6	1 141,4	3 248,7	6 933,3	7 188,7	796,3	5 465,3	671,7
2025 Nov.	5 266,9	5 300,8	938,5	1 123,4	3 204,9	6 836,2	7 093,4	775,3	5 386,8	674,1
Dez.	5 294,8	5 324,3	950,2	1 121,7	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2026 Jan.	5 310,8	5 341,2	953,7	1 122,6	3 234,4	6 898,5	7 156,3	789,3	5 436,1	673,1
Febr.	5 335,7	5 356,7	953,3	1 129,5	3 253,0	6 918,8	7 175,0	791,5	5 453,9	673,4
März	5 356,8	5 383,3	966,6	1 141,4	3 248,7	6 933,3	7 188,7	796,3	5 465,3	671,7
April	5 381,2	5 409,7	969,7	1 148,2	3 263,2	6 940,2	7 193,5	798,3	5 480,8	661,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	88,0	21,8	14,7	40,1	45,2	77,6	26,6	28,3	-9,7
2025	144,4	156,7	31,9	35,2	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 Q2	26,7	37,7	9,3	8,3	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
Q3	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	57,6	49,4	26,4	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 Q1	48,2	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,2	9,3	45,8	2,1
2025 Nov.	11,9	12,3	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dez.	32,2	28,3	13,6	-0,4	19,1	19,3	20,8	2,7	16,7	-0,1
2026 Jan.	-0,7	-0,4	-6,0	0,4	4,9	17,4	16,5	1,2	16,0	0,2
Febr.	29,4	19,0	3,7	7,7	18,0	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
März	19,5	26,7	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
April	26,7	24,2	4,5	9,4	12,8	19,5	18,3	3,2	15,8	0,5
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	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Q1	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 Nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dez.	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
Febr.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
März	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
April	3,5	3,4	4,8	4,2	2,8	2,9	3,0	5,2	2,9	0,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten gegenüber Zentralstaaten ²⁾	Verbindlichkeiten der MFIs					Forderungen der MFIs			
		Längerfristige Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2023	476,9	7 338,3	1 827,0	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7 851,0	1 842,3	117,2	2 590,7	3 300,8	2 664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,5	3 746,5	3 241,2	190,5	323,3	235,1
2025 Q2	410,9	7 908,1	1 833,7	129,6	2 562,0	3 382,8	2 829,8	186,1	177,9	165,9
Q3	430,1	8 092,7	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,8	144,0	168,3	168,2
Q4	398,3	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,5	3 746,5	3 241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Q1 ^(p)	427,7	8 547,3	1 890,9	133,2	2 650,3	3 873,0	3 532,7	144,3	396,2	257,3
2025 Nov.	423,1	8 325,1	1 874,9	131,8	2 617,1	3 701,3	3 257,5	171,7	407,6	266,9
Dez.	398,3	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,5	3 746,5	3 241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Jan.	481,5	8 590,0	1 883,6	131,5	2 613,7	3 961,2	3 530,0	142,7	400,5	250,3
Febr.	426,4	8 697,7	1 885,0	132,1	2 626,2	4 054,4	3 615,7	127,0	404,5	250,2
März	427,7	8 547,3	1 890,9	133,2	2 650,3	3 873,0	3 532,7	144,3	396,2	257,3
April ^(p)	426,0	8 514,2	1 850,0	132,9	2 667,3	3 864,1	3 511,7	161,6	386,6	275,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	192,9	33,2	16,3	104,8	38,5	298,0	-141,1	17,7	29,2
2025 Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,6	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,4	-9,6	2,3
Q4	-32,8	108,4	24,0	-0,8	32,8	52,4	84,0	7,2	-10,2	-3,0
2026 Q1 ^(p)	19,0	43,7	14,3	1,3	20,0	8,2	139,2	-92,3	71,2	21,0
2025 Nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,3	41,2	1,9	7,5
Dez.	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,7	10,8	-84,3	-31,8
2026 Jan.	73,5	-15,1	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,3	-69,4	76,0	13,5
Febr.	-55,1	32,0	0,9	0,6	8,4	22,1	23,4	-6,1	4,0	0,4
März	0,6	26,8	4,0	1,0	8,5	13,2	56,5	-16,8	-8,8	7,0
April ^(p)	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	25,2	-0,4	-19,4	24,7	-9,6	17,7
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	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2025 Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
Q4	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Q1 ^(p)	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
2025 Nov.	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	36,8	19,0
Dez.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Jan.	15,1	2,2	2,5	11,8	4,1	0,3	-	-	45,1	24,1
Febr.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	22,0	14,0
März	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
April ^(p)	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	15,4

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
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	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,0
Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q4	-2,9	.	.	.	.	-1,0

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Vermögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende 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
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 Q1	46,5	45,7	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,5	10,0	6,0	1,9	22,8	5,0
	46,6	45,8	13,2	12,4	14,9	0,8	49,5	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
	46,6	45,9	13,2	12,4	15,0	0,7	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
	46,9	46,1	13,3	12,4	15,1	0,8	49,8	44,7	10,1	6,0	1,9	22,9	5,1

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	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
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 Q1	87,2	2,2	11,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	87,7	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,0	2,2	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,5	2,1	11,8	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum einschließlich Bulgarien.

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

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	Bulgarien 2	Deutschland 3	Estland 4	Irland 5	Griechenland 6	Spanien 7	Frankreich 8	Kroatien 9	Italien 10	Zypern 11
Finanzierungssaldo											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 Q1	-4,6	-3,0	-2,4	-1,2	4,1	2,4	-3,3	-5,7	-2,7	-3,4	4,3
Q2	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,8	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
Q3	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
Q4	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
Verschuldung											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 Q1	106,1	23,7	62,0	23,9	34,5	152,9	103,3	114,2	58,3	137,2	61,9
Q2	106,2	26,3	62,3	23,2	33,4	152,0	103,4	115,9	57,5	138,1	61,1
Q3	107,1	28,4	63,0	22,8	32,8	149,8	103,1	117,8	57,2	137,5	60,3
Q4	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	116,2	56,5	137,1	55,0

	Lettland 12	Litauen 13	Luxemburg 14	Malta 15	Niederlande 16	Österreich 17	Portugal 18	Slowenien 19	Slowakei 20	Finnland 21
Finanzierungssaldo										
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
2025 Q1	-1,4	-1,3	0,6	-3,1	-1,1	-5,0	0,6	-1,4	-5,2	-4,2
Q2	-2,0	-1,8	-0,1	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-3,9
Q3	-2,6	-1,8	-0,6	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,6
Q4	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
Verschuldung										
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	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5
2025 Q1	45,0	40,4	26,1	46,5	43,2	83,0	94,8	69,6	63,2	84,2
Q2	47,6	39,0	25,0	46,6	42,7	82,0	96,5	69,5	62,9	88,6
Q3	44,8	40,6	27,5	46,4	42,3	83,5	97,4	67,7	62,3	86,9
Q4	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2026

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 10. Juni 2026.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-26-050-DE-N (Online-Version)