



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2026



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturentwicklung	14
3 Preise und Kosten	23
4 Finanzmarktentwicklungen	30
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	34
Kästen	43
1 Die Wagniskapitallücke in Europa und die Finanzierung wachstumsstarker Unternehmen	43
2 Analyse der Auswirkungen des Nahostkriegs auf die Konsumausgaben im Euroraum	51
3 Ungleichmäßige Auswirkungen der Energiepreise auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte	57
4 Beschäftigung junger Menschen bei nachlassender Arbeitskräftenachfrage	65
5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	72
6 Erfassung der Verankerung bzw. Entankerung von Inflationserwartungen und Aussagekraft umfragebasierter Kennzahlen	78
7 Der ECB-BIG-Index zur Abbildung der Kreditbedingungen im Euroraum	84
8 Zum Spielraum für finanzpolitische Ausgleichsmaßnahmen als Reaktion auf den jüngsten Energieschock	91
Aufsatz	98
1 Die Kosten des Nichtwissens: Wie Unsicherheit die Wirtschaft des Euroraums belastet	98
Statistik	118

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 beschloss auf seiner Sitzung am 23. Juli 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Aussichten für die Energiepreise sind zwar sehr volatil, liegen aber in der Nähe des Basisszenarios der von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2026 und deutlich über dem Niveau, das vor dem Konflikt im Nahen Osten verzeichnet wurde. Die Unsicherheit ist nach wie vor hoch, und die Auswirkungen des Energieschocks auf die Inflation sind noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Der EZB-Rat beobachtet die Intensität und die Dauer des Schocks sowie seine indirekten Effekte und Zweitrundeneffekte daher genau. Er ist fest entschlossen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert.

Mit dem Beschluss vom 23. Juli ist der EZB-Rat weiterhin gut positioniert, um die durch den Konflikt verursachte Unsicherheit zu bewältigen. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Konjunkturentwicklung

Die jüngsten Informationen deuten auf eine gewisse Belebung der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal 2026 hin, wenngleich diese durch den Konflikt im Nahen Osten weiterhin gebremst wird. Umfragen lassen darauf schließen, dass sich die Aktivität im Dienstleistungssektor teilweise erholt hat, nachdem sie sich unmittelbar nach dem Energieschock deutlich abgeschwächt hatte. Die digitalen Dienstleistungen haben sich robust entwickelt, was zum Teil auf den zunehmenden Beitrag KI-bezogener Aktivitäten zurückzuführen ist. Das verarbeitende Gewerbe behauptete sich weiterhin gut. Gestützt wurde dies durch den Aufbau von Lagerbeständen der Unternehmen zur Absicherung gegen Lieferkettenrisiken und durch höhere Verteidigungsausgaben. Die Arbeitslosenquote lag im Mai bei 6,2 % und damit nahe ihrem historischen Tiefstand. Zugleich sind die Stellenausschreibungen weiter zurückgegangen. Sowohl Unternehmen als auch private Haushalte gehen davon aus, dass die Arbeitsmarktlage schwächer bleiben wird als vor dem Konflikt.

Zukunftsgerichtete Indikatoren deuten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum aufgrund des Energieschocks und der damit verbundenen Unsicherheit kurzfristig weiterhin verhalten ausfallen wird. Die fundamentalen Bestimmungsfaktoren des

mittelfristigen Wachstums haben jedoch nach wie vor Bestand. Die privaten Konsumausgaben, Investitionen in neue digitale Technologien, staatliche Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie eine gewisse Erholung der Exporte sollten allesamt zur allgemeinen Wachstumsdynamik beitragen.

Der EZB-Rat bekräftigt seine Forderung nach dringenden Maßnahmen, um die Wirtschaft im Euroraum zu stärken und zugleich solide Staatsfinanzen zu gewährleisten. Die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt, die Beschleunigung der Energiewende und die Vollendung der Spar- und Investitionsunion sind dabei zentrale Bausteine. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energieschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. Die positive Abstimmung im Europäischen Parlament im Juli 2026 war ein bedeutender Meilenstein auf dem Weg zur Einführung des digitalen Euro. Der EZB-Rat begrüßt das gemeinsame Ziel des Europäischen Parlaments, des EU-Rats und der Europäischen Kommission, bis Ende 2026 eine Einigung über das Paket zur einheitlichen Währung (Single Currency Package) zu erzielen. Der digitale Euro wird als digitales Gegenstück das physische Bargeld ergänzen und damit ein Zahlungsmittel für alle digitalen Transaktionen im gesamten Euroraum sein.

Inflation

Die Inflation sank im Juni 2026 auf 2,8 % (nach 3,2 % im Mai). Die Teuerungsrate für Energie verringerte sich von 10,8 % im Mai auf 8,5 % im Juni. Die Inflation bei Nahrungsmitteln ging unterdessen von 1,9 % auf 1,5 % zurück. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sank von 2,6 % im Mai auf 2,4 %. Dabei verringerte sich die Inflation bei Waren von 0,9 % auf 0,7 % und bei Dienstleistungen von 3,5 % auf 3,2 %.

Der Energieschock schlägt sich nach wie vor in höheren Preisen nieder. Die Beschaffung von Vorleistungen wird für Unternehmen teurer, weshalb diese davon ausgehen, dass sie ihre Verkaufspreise erhöhen werden. Die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hat sich zwar nach wie vor in Grenzen gehalten, allerdings sind die Auswirkungen des Energieschocks noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten weiterhin auf ein moderates Lohnwachstum in den kommenden Quartalen hin. Die steigende Arbeitsproduktivität hat ebenfalls dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Die Inflationserwartungen über kürzere Zeithorizonte verbleiben auf einem erhöhten Niveau. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %. Dies begünstigt, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts stabilisiert.

Auch wenn der Preisauftrieb bei Energie im Juni nachgelassen hat, so dürften der Anstieg der Energiepreise seit Beginn des Konflikts und seine Auswirkungen auf die Verteuerung von Nahrungsmitteln, Waren und Dienstleistungen die Inflation bis in die erste Jahreshälfte 2027 deutlich über dem Zielwert halten. Danach dürfte die Inflation zurückgehen, da davon ausgegangen wird, dass die Energiepreise fallen

und andere Preise langsamer steigen werden. Gleichwohl stellt der Konflikt weiterhin einen großen Unsicherheitsfaktor dar. Der EZB-Rat beobachtet daher den Umfang und die Dauer des Energiepreisanstiegs und seine Auswirkungen auf die Preis- und Lohnentwicklung, die Inflationserwartungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik genau.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet. Das im Juni 2026 von den Vereinigten Staaten und dem Iran unterzeichnete Memorandum of Understanding stellte zwar einen ersten Versuch einer Konfliktlösung dar, jedoch gab es in den Wochen vor der EZB-Ratssitzung vom 23. Juli neuerliche Rückschläge, und die geopolitische Lage bleibt instabil. Eine erneute Störung der Energieversorgung könnte die Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen als derzeit erwartet. Dies würde die Realeinkommen, die Ausgaben und die Investitionen belasten. 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 Konflikt im Nahen Osten verursachten Störungen anpassten oder wenn der Konflikt nachhaltig beigelegt würde. Zudem könnten die geplanten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie Reformen zur Steigerung der Produktivität und zur Vollendung des Binnenmarkts wie auch der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln.

Die Risiken für die Inflationsaussichten sind aufwärtsgerichtet. Der Energieschock könnte sich weiter verschärfen, und seine Auswirkungen auf andere Preise und die Löhne könnten stärker ausfallen als zurzeit erwartet. Je länger die Energiepreise auf hohem Niveau bleiben, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie die allgemeine Inflation durch indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte in die Höhe treiben. Anhaltende handelspolitische Spannungen könnten zu einer größeren Fragmentierung der globalen Lieferketten führen, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen beeinträchtigen und Kapazitätsengpässe in der Wirtschaft des Euroraums verstärken. Extremwetterereignisse – wie etwa die anhaltenden Hitzewellen – und die fortschreitende Klima- und Umweltkrise allgemein könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn der Konflikt im Nahen Osten nachhaltig gelöst würde oder die indirekten Effekte 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

Insgesamt haben sich die finanziellen Bedingungen seit der Sitzung des EZB-Rats vom 11. Juni 2026 geringfügig verschärft, was mit der Anhebung der EZB-Leitzinsen im Einklang steht. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung blieben im Mai mit 3,6 % bzw. 4,0 % unverändert. Das jährliche Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen erhöhte sich von 3,4 % im April auf 4,0 %. Dies wurde jedoch durch ein langsames Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen, das von 4,5 % auf 3,4 % sank, teilweise ausgeglichen. Die Richtlinien für Unternehmenskredite haben sich im zweiten Quartal etwas verschärft. Dies geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2026 hervor. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten nahm geringfügig zu. Dies war dem höheren Bedarf an Betriebsmitteln, aber auch der Kreditaufnahme für Anlageinvestitionen durch Großunternehmen zuzuschreiben.

Die Zinsen für Hypothekarkredite stiegen von 3,4 % im April auf 3,5 % im Mai, während das Wachstum der entsprechenden Kredite leicht auf 3,1 % anstieg. Die Richtlinien für diese Kredite haben sich im zweiten Quartal verschärft, da den Banken die wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden zunehmend Sorgen bereiteten und sie weniger gewillt waren, selbst Risiken einzugehen. Die Nachfrage nach Hypothekarkrediten sank angesichts eines nachlassenden Verbrauchervertrauens und höherer Zinssätze.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 23. Juli 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Demnach wurden der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert bei 2,25 %, 2,40 % bzw. 2,65 % belassen.

Die Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht wieder anlegt.

Fazit

Der EZB-Rat 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 die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

Die Weltwirtschaft zeigte sich in der ersten Jahreshälfte 2026 widerstandsfähig. Das Wachstum wurde dabei vom anhaltenden Boom in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI) und Technologie, aber auch von aus Vorsichtsgründen vorgezogenen Ankäufen gestützt. Durch die erneute Eskalation des Konflikts im Nahen Osten trübten sich jedoch die kurzfristigen Aussichten ein. Die hohe Nachfrage nach Hochtechnologieprodukten wirkt sich besonders in den Vereinigten Staaten weiterhin positiv auf die Investitionen und den Handel aus. Auftrieb erhielt die Konjunktur vorübergehend auch dadurch, dass der Erwerb von Energieprodukten und potenziell von Angebotsengpässen betroffenen Waren vorgezogen wurde. Der Anstieg der Erzeugerpreise im verarbeitenden Gewerbe hat sich erheblich beschleunigt, da sich der Energiepreisschock in der Weltwirtschaft ausbreitet. Dabei fällt der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen bei den Exporteuren von KI-Hardware am stärksten aus.

Die Weltwirtschaft erwies sich in der erste Jahreshälfte 2026 nach wie vor als robust. Die weichen Indikatoren lassen zudem für die nächste Zeit auf eine anhaltende Widerstandsfähigkeit schließen. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) hielt sich im Juni weitgehend stabil bei 52,2 Punkten und blieb damit deutlich im expansiven Bereich. Wachstumsmotor war vor allem die kräftige Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die auf die lebhaftige Nachfrage nach Hochtechnologieprodukten und den vorgezogenen Erwerb von Energieprodukten sowie von energiebezogenen Erzeugnissen zurückzuführen war. Auf diese Weise sollten aus dem Konflikt im Nahen Osten resultierende Lieferstörungen abgefedert werden. Die vom Vorziehen der Ankäufe ausgehenden positiven Effekte für Handel und Konjunktur dürften zwar auf mittlere Sicht keinen Bestand haben, die Auswirkungen des Technologie-Booms sollten jedoch länger anhaltend sein. Hierin schlagen sich die geplanten hohen Investitionen in KI-Infrastruktur und KI-Einführung nieder.

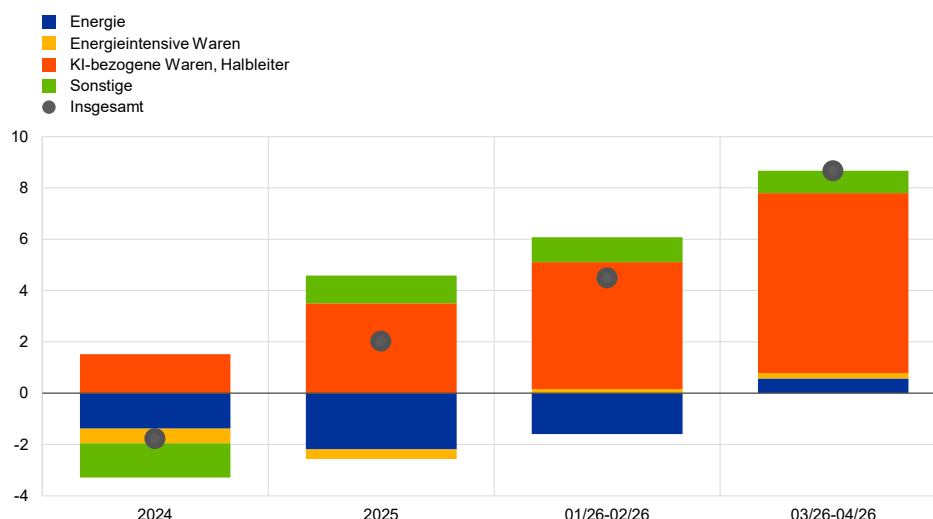
Der Welthandel wird nach wie vor durch die große Nachfrage nach Hochtechnologieprodukten getragen, wenngleich angebotsseitig noch immer Druck vorhanden ist. Der Anstieg der weltweiten realen Einfuhren (ohne Euroraum) erhöhte sich im ersten Quartal 2026 im Quartalsvergleich auf 1,8 % nach 1,1 % im Schlussquartal 2025. Die nominalen Daten für den Handel (die bis April vorliegen) bestätigen, dass die globalen Einfuhren (ohne Euroraum) seit Jahresbeginn angezogen haben. Dahinter verbergen sich möglicherweise aber auch Preiserhöhungen. Die weltweiten Einfuhren von KI-bezogenen Waren und von Halbleitern haben seit Anfang des Jahres merklich zugenommen; sie bleiben damit die Haupttriebfeder des bislang beobachteten robusten Handelswachstums (siehe Abbildung 1). Der Beitrag der Importe von Energieerzeugnissen kehrte sich nach dem Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten ins Positive. Darin kommt vor allem der sprunghafte Anstieg der Energiepreise zum Ausdruck. Der globale EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe (ohne Euroraum) lag im Juni ebenfalls weiterhin oberhalb der Wachstumsschwelle. Maßgeblich hierfür war die hohe Nachfrage nach KI-bezogenen Waren sowie das Vorziehen von Bestellungen. Letzteres betraf Konsumgüter, die von Zusatzzöllen der USA betroffen sein könnten,

wenn die im Februar 2026 verhängten zeitlich befristeten Zölle am 24. Juli auslaufen. Der Druck auf die Lieferketten hat sich seit der EZB-Ratssitzung vom Juni 2026 etwas abgeschwächt. Er liegt jedoch noch immer über dem normalen Niveau, und die jüngst beobachtete erneute Eskalation des Konflikts zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran könnte diese positive Entwicklung zum Teil wieder zunichtemachen. Der Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus nahm gegen Ende Juni wieder zu, hat sich seitdem aber erneut verringert, da sich der Konflikt abermals verschärft hatte. Dies ließ die Unsicherheit über die kurzfristigen Aussichten für die Weltwirtschaft und den Welthandel ansteigen.

Abbildung 1

Wertmäßige Wareneinfuhr weltweit (ohne Euroraum) nach Warenkategorie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten; mittelwertbereinigt)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Nominalwerte. Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr sowie die Beiträge für die ausgewiesenen Warenkategorien errechnen sich als Abweichungen von den jeweiligen Mittelwerten im Zeitraum von 2019 bis 2023. Die Kategorie „KI-bezogene Waren, Halbleiter“ umfasst KI-bezogene Positionen, Halbleiter (sowohl auf der nachgelagerten als auch auf der vorgelagerten Stufe der Wertschöpfungskette) und sonstige Unterkategorien von Hochtechnologieprodukten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026.

Nachdem sich die Vereinigten Staaten und der Iran auf eine gemeinsame Absichtserklärung verständigt hatten, sanken die Ölpreise. Die Lage zeigt sich aufgrund der neuerlichen Angriffe jedoch sehr volatil. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent verringerte sich zunächst deutlich, nachdem die gemeinsame Absichtserklärung zwischen den USA und dem Iran unterzeichnet worden war. Im Rahmen dieser Erklärung verpflichteten sich beide Parteien, den uneingeschränkten Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus wiederherzustellen. In jüngerer Zeit stieg der Ölpreis aber wieder an, denn es kam zu neuerlichen militärischen Angriffen; zudem erklärte US-Präsident Trump den Waffenstillstand für beendet. Die Ölnotierungen lagen zuletzt insgesamt 1 % niedriger als zu Beginn des Berichtszeitraums am 11. Juni. Auch die europäischen Gaspreise sanken nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung. Nachdem die Angriffe wieder aufgenommen worden waren, stiegen sie aber stärker an als sie vorher gesunken waren. So lagen sie schließlich 24 % höher als zu Beginn des Berichtszeitraums. Die Divergenz zwischen den Öl- und den Gaspreisen ist im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens liegen die Füllstände der Gasspeicher in Europa

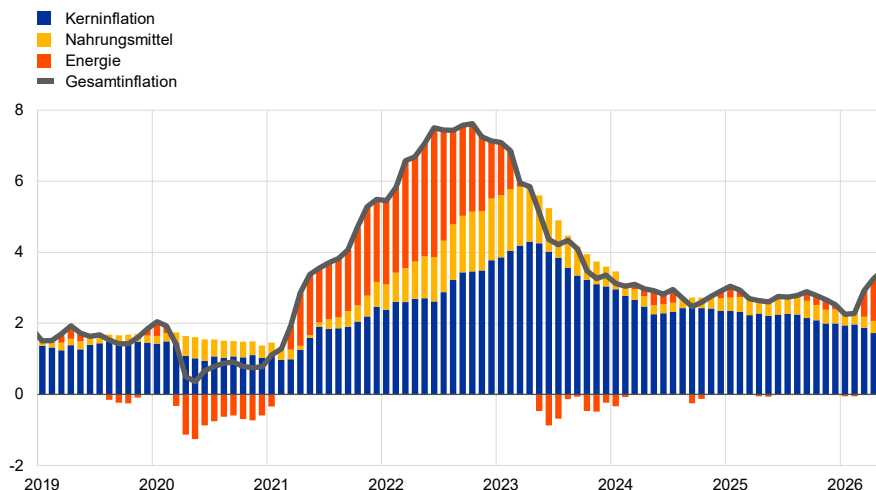
weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau für diese Jahreszeit. Dies führt zu Aufwärtsdruck auf die Gaspreise. Zweitens bot die schwächere Nachfrage in Asien zwar eine gewisse Entlastung, diese fiel am Gasmarkt jedoch nicht so stark aus wie am Ölmarkt. Dadurch unterscheidet sich die Preisentwicklung bei beiden Rohstoffen in relativer Betrachtung deutlich. Während die Ölnotierungen derzeit 30 % über ihrem Niveau vor Ausbruch des Konflikts liegen, beträgt das Plus bei den Gaspreisen 97 %. Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe haben sich im Berichtszeitraum um 19 % erhöht. Geschuldet ist dies einem Preisschub bei Kakao (+42 %) und geschah vor dem Hintergrund von Bedenken, dass die im Juni entstandenen El-Niño-Bedingungen (die sich den Vorhersagen nach noch verstärken sollen) das Angebot in den kommenden Monaten beeinträchtigen könnten. Demgegenüber ließen die aus den Preisen für Düngemittel erwachsenden Aufwärtsrisiken nach; so liegen die Preise angesichts des vorangegangenen Rückgangs der Vorleistungskosten für Erdgas inzwischen wieder auf dem Niveau vor Beginn des Konflikts. Metalle verbilligten sich unterdessen um 3 %. Grund hierfür war, dass Erwartungen, wonach sich die Aluminiumlieferungen aus dem Nahen Osten nach dem Wiederanlaufen eines Aluminiumoxidwerks in Abu Dhabi – das in den Anfangstagen des Konflikts beschädigt worden war – wieder normalisieren sollten, die Besorgnis über die zuletzt wiederaufgenommenen Angriffe mehr als wettmachten.

Der Inflationsdruck nahm weiter zu, bleibt aber bislang größtenteils auf die Energiepreise beschränkt. Die globale Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten (ohne die Türkei) kletterte von 3,3 % im April 2026 auf 3,5 % im Mai (siehe Abbildung 2). Die Zunahme der Gesamtinflation war vor allem auf den stärkeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kerninflation stieg im Mai zwar ebenfalls geringfügig an (+0,1 Prozentpunkte), sie scheint aber insgesamt noch immer tendenziell rückläufig zu sein. Dennoch bestehen nach wie vor Aufwärtsrisiken. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise erhöhte sich nach dem Energiepreisschock erheblich. Der stärkste Preisauftrieb wurde bei Exporteuren von KI-Hardware in Asien, etwa in Malaysia, Südkorea, Taiwan und Thailand, verzeichnet. Die Produktion in diesen Ländern ist energieintensiv und auf Energieimporte aus der Golfregion angewiesen. Zugleich vereinfacht die kräftige internationale Nachfrage nach KI-Waren das Durchwirken des Energiepreisschocks auf die Preise für KI-Hardware. Zusätzlicher Preisdruck könnte sich auch aus dem deutlichen Anstieg der globalen Seefrachtkosten insbesondere für die Routen nach Asien ergeben. Dies geschieht vor dem Hintergrund einer höheren Nachfrage nach Frachtkapazitäten, die aus der robusten Handelsentwicklung resultiert. Insgesamt sind die Risiken für die Inflation weltweit auf kurze Sicht nach wie vor aufwärtsgerichtet.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge 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 Mai 2026.

In den Vereinigten Staaten hat sich die Konjunktur gut behauptet, während die Inflation weiterhin erhöht war. Gestützt durch den Boom im Bereich KI und die erhöhte Widerstandskraft gegenüber Ölangebotschocks, die dem größeren heimischen Angebot an Schieferöl geschuldet ist, sind die gesamtwirtschaftlichen Daten in den Vereinigten Staaten zuletzt überraschend positiv ausgefallen. Die steigenden Endkundenpreise für Energie ließen indes das jährliche Wachstum des real verfügbaren Einkommens ungeachtet der im früheren Jahresverlauf erfolgten erhöhten Steuerrückerstattungen auf rund null schrumpfen. Das Wachstum der Konsumausgaben ist weiterhin kräftig. Es wird jedoch zunehmend von den sinkenden Ersparnissen getragen, was zu einem Rückgang der Sparquote auf einen sehr niedrigen Wert von 3 % im Mai führte. Auch die höhere Kreditaufnahme der Verbraucher trägt vermehrt zum Konsumwachstum bei. Die immer stärkere Inanspruchnahme von Ersparnissen und Krediten schränkt im Zusammenwirken mit dem niedrigen Wachstum der Realeinkommen das Potenzial für ein weiteres robustes Konsumwachstum in der Zukunft ein. Triebfedern des Investitionswachstums sind nach wie vor die KI-bezogenen Ausgaben, die sich weiterhin sehr stark auf einige wenige große Unternehmen konzentrieren. Damit ist die Wirtschaft idiosynkratischen Risiken ausgesetzt, sollte es zu einer Wende im Investitionszyklus kommen. Angesichts der hohen Importintensität liefert der KI-Boom auch weiter positive Impulse für die US-Importe. Diese könnten im zweiten Quartal erneut stärker als erwartet zugenommen haben. Die Teuerung fiel im Mai überraschend hoch aus, gab im Juni aber nach. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflation schwächte sich vor allem aufgrund eines Rückgangs der Energiepreise von 4,2 % im Mai auf 3,5 % im Juni ab. Die VPI-Kerninflation sank moderater, und zwar auf 2,6 %. Diese Abschwächung könnte sich indes als von kurzer Dauer erweisen, denn die erneute Eskalation des Konflikts im Nahen Osten ließ die Energiepreise abermals ansteigen. Auf der ersten Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve unter Leitung des neuen Vorsitzenden

Kevin Warsh im Juni beließ die US-Notenbank ihre Leitzinsen unverändert. Sie revidierte aber ihren im Median projizierten Leitzinspfad nach oben. So erwarten nun 9 von 18 Mitgliedern des Ausschusses dieses Jahr eine Zinserhöhung; im März hatte noch kein einziges Mitglied eine Zinserhöhung eingepreist.

In China schwächte sich die konjunkturelle Aktivität im zweiten Quartal 2026 merklich ab. Die nachlassende Binnennachfrage belastete in diesem Zusammenhang das Wachstum insgesamt.

Das jährliche Wachstum des realen BIP verlangsamte sich erheblich von 5,0 % im ersten auf 4,3 % im zweiten Quartal und lag damit unter den Markterwartungen. Die monatlichen Daten deuten auf eine weitere Verringerung der Binnennachfrage hin. So sank das jährliche Wachstum der Einzelhandelsumsätze im zweiten Quartal auf knapp null, und die Investitionen gingen weiter zurück. Dies stellt eine Schwäche dar, die in China – abgesehen von der Zeit der Pandemie – bislang beispiellos ist. Die rückläufigen Einzelhandelsumsätze sind vor allem dem verringerten Erwerb von Waren geschuldet. Diese waren von der Reduzierung der staatlichen Subventionsprogramme für Konsumgüter betroffen. Für die Investitionsschwäche ist zum Teil eine erneute Eintrübung im Immobiliensektor verantwortlich. Darüber hinaus baute die Regierung im zweiten Quartal ihre „Anti-Involutions-Kampagne“ aus, mit der Überkapazitäten und der übermäßige Preiswettbewerb bekämpft werden sollen. Auch dies dürfte die Investitionen weiter dämpfen. Die nominalen Warenausfuhren auf US-Dollar-Basis nahmen infolge der KI-bezogenen Nachfrage im Juni mit einem Plus von 27 % zum Vorjahr spürbar zu. Die Einfuhren stiegen indessen noch stärker an und verzeichneten einen Zuwachs von 36 %, der die höheren Energiepreise und die KI-bedingte Nachfrage widerspiegelte. Nachdem die Erzeugerpreise bereits den deflationären Bereich verlassen hatten, verzeichneten im zweiten Quartal nun auch die Exportpreise positive Änderungsraten. Ausschlaggebend waren in erster Linie Sektoren, die von der KI-Nachfrage und den Energiepreisen betroffen waren. Damit endete eine mehrjährige Phase mit Preisrückgängen.

Im Vereinigten Königreich scheint sich die wirtschaftliche Aktivität zu verlangsamen; zu Jahresbeginn war noch eine gewisse Erholung verzeichnet worden.

Das monatliche BIP schrumpfte im April um 0,1 % gegenüber dem Vormonat. Zugleich gab der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Juni auf 49,3 Punkte nach und sank damit noch weiter unter die Wachstumsschwelle (im Mai hatte er sich auf 49,7 Punkte und im April auf 52,6 Punkte belaufen). Dabei wog die Schwäche im Dienstleistungssektor die höhere Produktion im verarbeitenden Gewerbe mehr als auf. Das Wachstum des realen BIP dürfte sich daher im zweiten Quartal 2026 gegenüber dem ersten Quartal verlangsamen. Die Gesamtinflation belief sich im Mai auf 2,8 % und war damit im Vergleich zum April unverändert. Gegenüber dem Wert von 3,3 % im März entsprach dies jedoch einem Rückgang. Die Gesamtteuerungsrate ist nun wiederholt niedriger ausgefallen als erwartet. Maßgeblich ist hierbei vor allem der nachlassende Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und bei in der Kerninflation erfassten Waren. Die Teuerung bei den Dienstleistungen zog dagegen leicht an. Der Anstieg der Energiepreise beschleunigte sich aufgrund der höheren Kraftstoffpreise weiter. Eine für den Zeitraum von Juli bis September angekündigte Anhebung der Energiepreisobergrenze dürfte den Aufwärtsdruck auf die Preise den Sommer über

zusätzlich vergrößern. Belege für indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte der gestiegenen Ölpreise sind bislang noch begrenzt. Die Messgrößen der Inflationserwartungen zogen unmittelbar nach dem Energiepreisschock erheblich an, haben sich seitdem jedoch etwas verringert. Das Lohnwachstum im privaten Sektor schwächte sich weiter ab, während es zugleich Anzeichen gab, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter entspannte. Dies sollte dazu beitragen, Zweitrundeneffekte einzudämmen. Die Bank of England beließ den Leitzins auf der Sitzung ihres geldpolitischen Ausschusses im Juni unverändert bei 3,75 %.

2 Konjunkturentwicklung

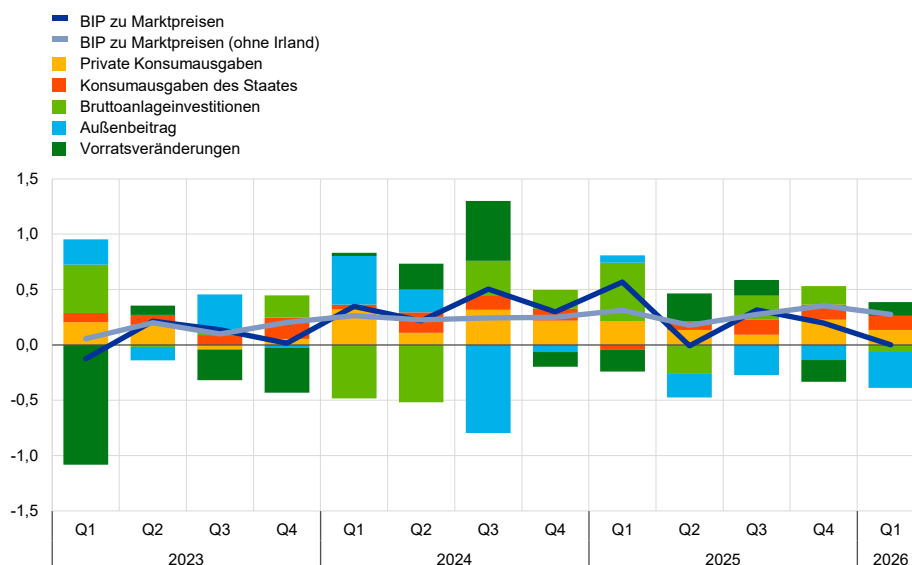
Das BIP des Euroraums blieb im ersten Quartal 2026 unverändert. Ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland wurde indes ein BIP-Wachstum von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal verzeichnet. Die Binnennachfrage schwächte sich im ersten Quartal ab, da sich der Anstieg der privaten Konsumausgaben leicht verlangsamte und die Investitionen – vor allem im Baugewerbe – zurückgingen. Aktuelle Daten lassen darauf schließen, dass sich der Krieg im Nahen Osten im zweiten Quartal begrenzt, aber ungleichmäßig auf die Konjunktur auswirkte. Dabei gab es zwischen den Sektoren erhebliche Unterschiede. Am stärksten betroffen waren die verbrauchernahen Dienstleistungen, wenngleich Umfrageergebnisse auf eine partielle Erholung nach dem anfänglichen Schock hindeuten. Die digitalen Dienstleistungen und das verarbeitende Gewerbe konnten sich dagegen trotz gestiegener Energiepreise und einer erhöhten Unsicherheit weiterhin behaupten. Diese Widerstandsfähigkeit ist unter anderem höheren Investitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI), dem Lageraufbau von Unternehmen zur Absicherung gegen Lieferkettenrisiken sowie gestiegenen Verteidigungsausgaben zuzuschreiben. Der Arbeitsmarkt ist insgesamt nach wie vor robust, hat aber an Dynamik verloren. So signalisieren die Kurzfristindikatoren ein schwächeres Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2026. Zukunftsgerichtete Indikatoren deuten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht moderat bleiben dürfte. Die Unsicherheit ist weiterhin erhöht. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Militäroperationen im Nahen Osten nach dem vorübergehenden Waffenstillstand wieder aufgenommen wurden. Zugleich sorgt ein äußerst fragiles globales geopolitisches Umfeld nach wie vor für eine volatile Entwicklung der Ölpreise und belastet die Aussichten. Auf mittlere Sicht dürfte die Binnennachfrage jedoch durch eine Erholung der Realeinkommen gestützt werden. Begünstigt wird sie dabei durch die erwartete Normalisierung der Energiepreise, einen robusten Arbeitsmarkt sowie durch steigende Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung. Zu diesen Faktoren dürften noch die höheren Investitionen im Zusammenhang mit KI und der Energiewende hinzukommen.

Das reale BIP im Euroraum blieb im ersten Quartal 2026 unverändert. Ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland wurde indes ein BIP-Wachstum von 0,3 % verzeichnet. Dies ist der dritten Veröffentlichung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vom 15. Juli zu entnehmen. Ein Blick auf die einzelnen Nachfragekomponenten ergibt, dass sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal leicht abschwächte und die Investitionen zurückgingen, wohingegen die Vorratsveränderungen einen geringfügig positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisteten (siehe Abbildung 3). Der Außenbeitrag fiel zwar gemessen an den Gesamtzahlen negativ aus, doch bei Herausrechnung der volatilen irischen Handelsströme ergab sich ein positiver Wert. Eine Zerlegung der Wertschöpfung zeigt, dass – unter Ausschluss der volatilen Daten aus Irland – sowohl vom Dienstleistungssektor als auch vom verarbeitenden Gewerbe ein Wachstumsimpuls ausging. Das Baugewerbe hingegen hatte eine wachstumshemmende Wirkung.

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.

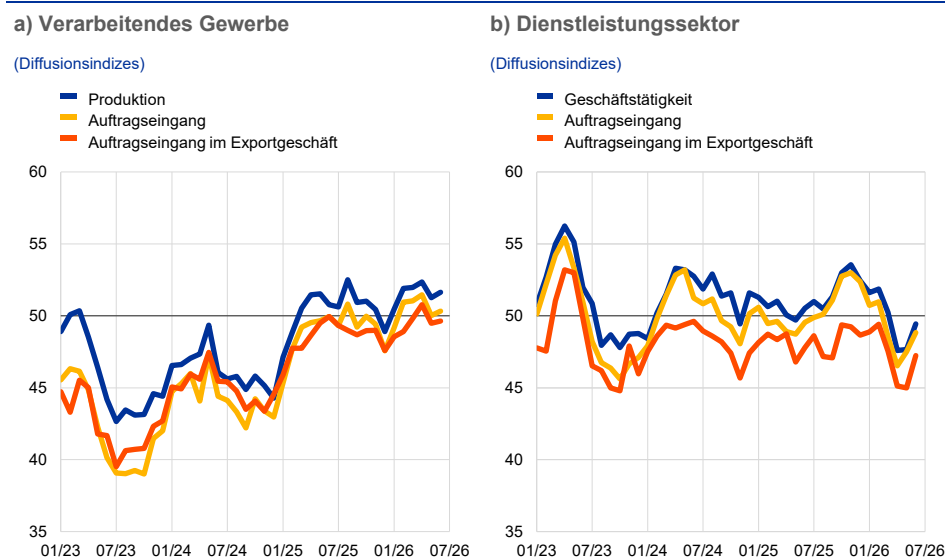
Die verfügbaren Indikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal trotz der negativen Folgen des Nahostkonflikts moderat zugenommen hat, wobei sich die einzelnen Sektoren unterschiedlich entwickelten.¹ Die Gesamtproduktion lag im April 0,3 % über ihrem Durchschnitt des ersten Quartals. Zurückzuführen war dies auf einen Produktionsanstieg bei Vorleistungs- und Investitionsgütern, insbesondere im Hochtechnologie- und im Verteidigungssektor, sowie auf eine höhere Produktionstätigkeit im Baugewerbe. In geringerem Maße trugen auch die digitalen Dienstleistungen zu dieser Wirtschaftsleistung bei. Diese Zuwächse wurden zum Teil durch eine sinkende Konsumgüterproduktion und eine geringere Aktivität bei verbrauchernahen Dienstleistungen ausgeglichen. Der Rückgang der Konsumgüterproduktion war durch die anhaltende Schwäche bei pharmazeutischen Erzeugnissen bedingt, während die Aktivität bei den verbrauchernahen Dienstleistungen durch die gestiegenen Energiepreise und die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Konflikt im Nahen Osten belastet wurde. Dieses Bild wurde durch die Daten zur Industrieproduktion für Mai weitgehend untermauert. Was die Umfragen betrifft, so sank der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im zweiten Quartal – vor allem aufgrund der Schwäche im Dienstleistungssektor – geringfügig in den kontraktiven Bereich, erholte sich jedoch gegen Ende des Quartals etwas (siehe Abbildung 4). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung

¹ Der am 30. Juli veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im zweiten Quartal 2026 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal bzw. um 0,3 % bei Herausrechnung der volatilen Daten aus Irland. Diese Schätzung lag zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Juli noch nicht vor.

stieg im Juni weiter an, blieb aber deutlich unter seinem Vorkriegsniveau vom Februar.

Abbildung 4

Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



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

Zukunftsorientierten Indikatoren zufolge wird sich das Wachstum auf kurze Sicht moderat fortsetzen.

Nachdem der EMI für die Geschäftserwartungen und der von der Europäischen Kommission erhobene Indikator der Geschäftserwartungen nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten stark gesunken waren, erholten sich die beiden Indizes bis zum Ende des zweiten Quartals teilweise wieder. Dies deutet auf eine gewisse Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum hin, die dadurch begünstigt wird, dass sich der Energiepreisanstieg zum Teil umkehrt und sich die Lieferzeiten der Zulieferer weiter verbessern. Gleichwohl liegen die Erwartungen immer noch unter ihrem Niveau vor dem Konflikt, was eine erhöhte Unsicherheit widerspiegelt. Laut der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen wird damit gerechnet, dass sich das Wachstum im dritten Quartal moderat fortsetzen wird, wobei die Dynamik in den verschiedenen Sektoren weiterhin uneinheitlich ausfallen dürfte (siehe Kasten 5). So dürfte das verarbeitende Gewerbe von der anhaltenden Nachfrage im Hightech- und im Verteidigungssektor profitieren. Aber auch der geringere Wettbewerb aus Asien (aufgrund höherer Kosten und vorübergehender Lieferunterbrechungen) sowie das Vorziehen von Einkäufen in Erwartung höherer Preise dürften sich hier positiv auswirken. Demgegenüber dürfte der Dienstleistungssektor langsamer wachsen. Belastet wird er durch die verhaltenen verbrauchernahen Dienstleistungen, da der Reiseverkehr weiterhin von der geopolitischen Unsicherheit betroffen ist.

Die Arbeitslosenquote ist zwar nach wie vor niedrig, aber die Schaffung neuer Arbeitsplätze hat sich verlangsamt, und die Nachfrage nach Arbeitskräften schwächt sich weiter ab.

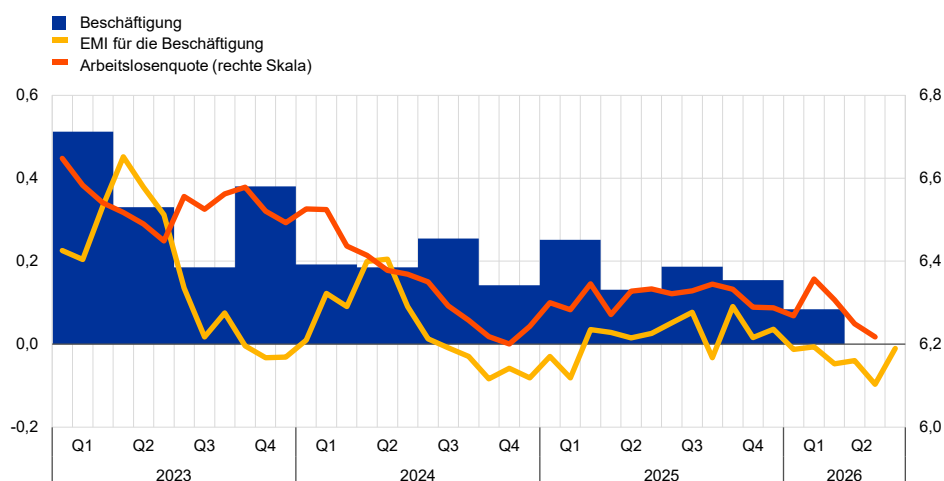
Im Mai lag die Arbeitslosenquote bei 6,2 %; seit Mitte 2024 liegt sie weitgehend konstant auf diesem Niveau (siehe Abbildung 5). Im

ersten Quartal 2026 stieg die Beschäftigung weiter gegenüber dem Vorquartal an. Gestützt wurde sie dabei durch eine Zunahme der Erwerbspersonen. Die geleisteten Gesamtarbeitsstunden sanken hingegen um 0,2 %. Der Beschäftigungsaufbau verlangsamte sich Anfang 2026 weiter auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Gegenüber dem Vorjahr verringerte er sich auf 0,4 % nach 0,8 % im Jahr 2025, 1,0 % im Jahr 2024 und 1,5 % im Jahr 2023. Die allmähliche Verlangsamung des Beschäftigungswachstums spiegelt unter anderem eine kontinuierlich nachlassende Nachfrage nach Arbeitskräften wider. Die Vakanzquote weist seit dem zweiten Halbjahr 2022 einen Abwärtstrend auf. Nachdem sie sich Ende 2025 infolge von Entwicklungen im Baugewerbe geringfügig auf 2,3 % erhöht hatte, gab sie im ersten Quartal 2026 erneut auf 2,2 % nach. Die sektoralen Trends entwickelten sich im letzten Jahr auseinander. So nahm die Zahl der offenen Stellen im Baugewerbe zu und ging 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 dar, die Balken Quartalswerte. 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), Juni 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Mai 2026 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarkindikatoren 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 Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Der Index wies im Juni 2026 Anzeichen einer Erholung auf und stieg leicht von 49,0 Punkten im Mai auf 49,9 Punkte. Dies deutet darauf hin, dass die Beschäftigung im zweiten Quartal des Jahres weitgehend unverändert blieb. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor kehrte im Juni 2026 mit 50,4 Punkten wieder in den expansiven Bereich zurück, während der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe mit 48,2 Punkten weiterhin deutlich im kontraktiven Bereich lag. Die Erwartungen zur Arbeitslosigkeit in einem Jahr, die im Rahmen der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und im Rahmen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen)

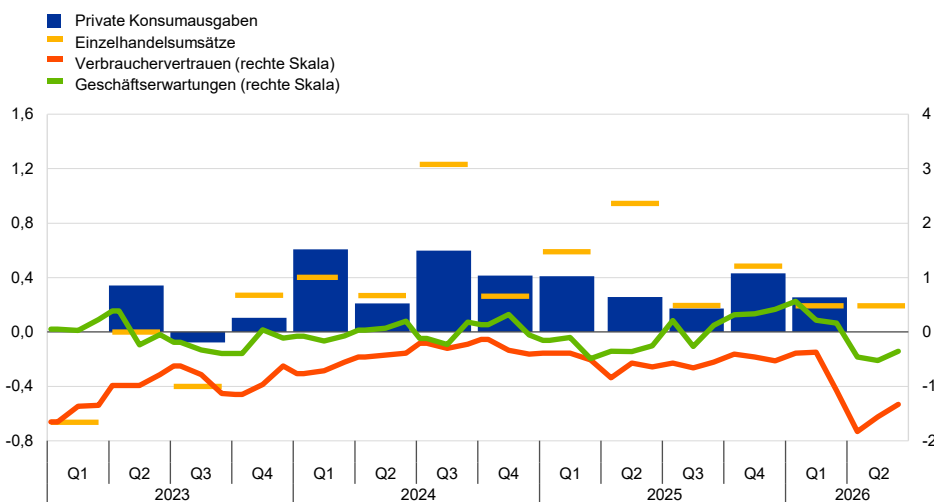
erhoben werden, waren nach Beginn des Krieges im Nahen Osten stark angestiegen. Im Juni stabilisierten sie sich auf einem erhöhten Niveau.

Die privaten Konsumausgaben dürften sich im zweiten Quartal 2026 weiter abgeschwächt haben, nachdem sie im ersten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen waren. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel erhöhte sich im Durchschnitt der Monate April und Mai um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, wobei der rückläufige Absatz von Kraftstoffen weitgehend durch Verbesserungen bei anderen Komponenten, insbesondere bei Nahrungsmitteln, ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 6). Bei den verbrauchernahen Dienstleistungen entwickelte sich die Produktion uneinheitlich. Im Bereich Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie ging die Dienstleistungsproduktion im April gegenüber dem ersten Quartal zurück, während im Bereich Luftfahrt und Reiseverkehr ein Anstieg verzeichnet wurde. Hochfrequenzindikatoren deuten auf ein verhaltenes Konsumwachstum im dritten Quartal hin, da der Nahostkrieg seine Wirkung auf die Wirtschaft weiterhin entfaltet. Die Verbraucherunsicherheit verringerte sich im Juni weiter. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher verbesserte sich im Juni erneut, wenngleich er nach wie vor deutlich unter seinem Wert vom Februar lag. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte konsumgewichtete Indikator für die Geschäftserwartungen stieg im Juni an. Er blieb aber sowohl unter seinem langfristigen Durchschnitt als auch unter seinem Februar-Wert. Die erhöhten Energiepreise und die durch den Krieg im Nahen Osten ausgelöste Unsicherheit dürften die privaten Konsumausgaben in den kommenden Quartalen weiter belasten. Während die gemeinsame Absichtserklärung zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran zunächst auf eine dauerhafte Umkehr der Ölpreisentwicklung hoffen ließ, führten die nachfolgenden Entwicklungen dazu, dass eine solche Preisentwicklung weniger wahrscheinlich wurde. Sie deuten darauf hin, dass die Kaufkraft und die Ausgaben der privaten Haushalte länger durch die höheren Energiepreise belastet werden. Die robusten Bilanzen der privaten Haushalte dürften die Auswirkungen bis zu einem gewissen Grad abfedern. Allerdings sind private Haushalte mit niedrigerem Einkommen nach wie vor besonders betroffen, da sie einen größeren Teil ihres Budgets für Energie ausgeben und weniger in der Lage sind, ihren Konsum zu glätten (siehe Kasten 3). Zugleich scheint die erhöhte Unsicherheit den Konsum zu bremsen, indem sie sich auf das Verbrauchervertrauen auswirkt. Bislang führte die Stimmungseintrübung vor allem dazu, dass private Haushalte mit höherem Einkommen ihre diskretionären Ausgaben senkten (siehe Kasten 2).

Abbildung 6

Private Konsumausgaben und Hochfrequenzindikatoren

(private Konsumausgaben und Einzelhandelsumsätze: Veränderung gegen Vorquartal in %; Verbrauchervertrauen und Geschäftserwartungen: standardisierte Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Geschäftserwartungen“ bezeichnet 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. Alle Datenreihen sind für den gesamten Beobachtungszeitraum ab Januar 1999 standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (private Konsumausgaben), das zweite Quartal 2026 (basierend auf April-Mai 2026) (Einzelhandelsumsätze) bzw. Juni 2026 (übrige Angaben).

Die Unternehmensinvestitionen dürften sich im zweiten Quartal 2026 angesichts gestiegener Energiepreise und einer erhöhten Unsicherheit verringert haben.

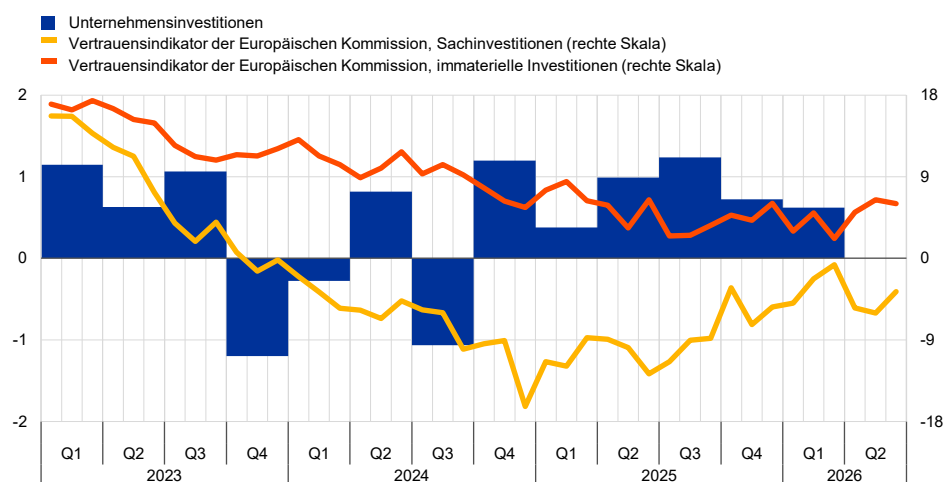
Nachdem die Investitionen ohne Bauten (ohne die volatilen Daten zu den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland) im Euroraum im zweiten Halbjahr 2025 ein robustes Wachstum verzeichnet hatten, stiegen sie im ersten Quartal 2026 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal an, womit sich die Investitionsdynamik abschwächte (siehe Abbildung 7, Grafik a). Für das zweite Quartal ergibt sich aus den aktuellen Informationen ein gemischtes Bild. Einerseits stieg die Investitionsgüterproduktion im April und Mai um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass Investitionsausgaben zum Teil vorgezogen wurden, was auch die Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen vom Juli nahelegt. Andererseits blieben die EMI-Indikatoren für die Produktion und den Auftragseingang im Investitionsgütersektor mit 49,8 Punkten bzw. 49,7 Punkten im Juni im kontraktiven Bereich, was auf eine anhaltende Schwäche der Investitionen in Sachanlagen (z. B. Ausrüstungen) hindeutet. In den kommenden Quartalen dürften steigende Finanzierungskosten und die anhaltende geopolitische Unsicherheit auch die Investitionen in Sachkapital belasten. Demgegenüber lassen die verfügbaren Daten darauf schließen, dass Investitionen in immaterielle Vermögenswerte widerstandsfähiger bleiben könnten. Aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln ([SAFE](#)) geht hervor, dass sich der Konflikt im Nahen Osten bislang nur begrenzt auf die Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf Investitionen in den kommenden zwölf Monaten ausgewirkt hat. In der Telefonumfrage bei Unternehmen wurden zudem KI-bezogene Technologien als Haupttriebkraft für aktuelle und geplante Investitionen genannt. Infolge des Krieges besteht laut der Telefonumfrage auch ein erneutes Interesse an Investitionen in

erneuerbare Energien und Elektrifizierung. Unsicherheit wirkt sich tendenziell stärker auf Sachinvestitionen als auf immaterielle Investitionen aus, da sich die Finanzierungsstrukturen und Anpassungskosten voneinander unterscheiden. Im Einklang mit dieser Evidenz scheinen immaterielle Investitionen im aktuellen Umfeld weniger anfällig für die erhöhte Unsicherheit zu sein.²

Abbildung 7
Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

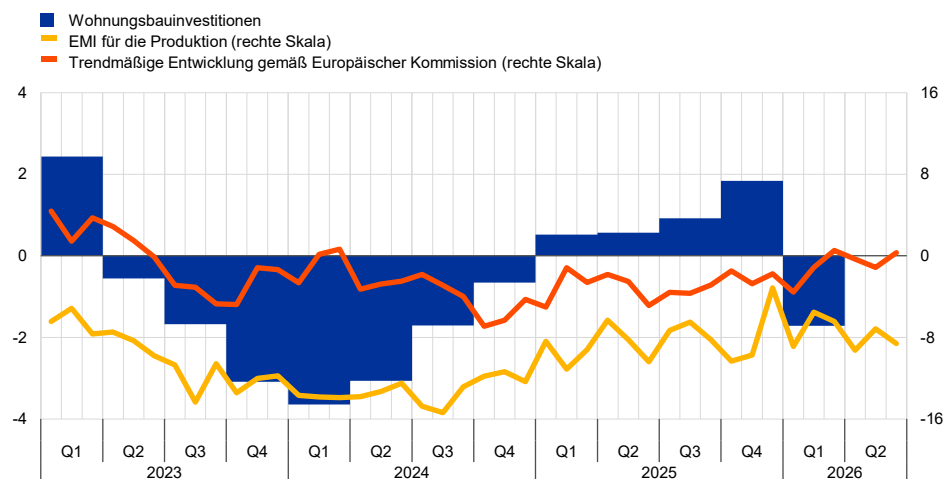
a) Unternehmensinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



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 dar, die Balken Quartalswerte. 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 Teilsektoren, 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) bzw. Juni 2026 (EMI für die Produktion und Indikatoren der Europäischen Kommission).

² Siehe hierzu Aufsatz 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Die Wohnungsbauinvestitionen dürften sich im zweiten Quartal 2026 wieder erholt haben, nachdem sie im ersten Quartal stark gesunken waren. Im ersten Quartal gingen die Wohnungsbauinvestitionen um 1,7 % gegenüber dem Vorquartal zurück (siehe Abbildung 7, Grafik b). Grund hierfür waren unter anderem ungünstige Witterungsbedingungen. Zugleich wurde die Wohnungsbautätigkeit weiterhin durch die anhaltend hohen Baukosten belastet. Nach Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten stiegen die Vorleistungspreise und die Verkaufspreiserwartungen für energieintensive Vorleistungen im Baugewerbe wie Zement und Beton ausgehend von ihrem bereits hohen Niveau weiter an. Nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran begann sich die Stimmung im Juni zu normalisieren. So kehrte der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten wieder in den positiven Bereich zurück. Zudem verbesserte sich die Auftragslage der Bauunternehmen im Einklang mit einer Zunahme der erteilten Baugenehmigungen im ersten Quartal 2026, was auf eine robuste zugrunde liegende Nachfrage hindeutet. Zusammengenommen deuten diese günstigen Nachfragebedingungen darauf hin, dass sich die Wohnungsbauinvestitionen trotz des anhaltenden Kostendrucks und der nach wie vor gedämpften Konjunkturindikatoren weiterhin sukzessive von ihrem Rückgang im ersten Quartal erholen.

Die jüngste Verbesserung der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums scheint fragil zu sein, da Frühindikatoren auf eine erneute Schwäche und einen steigenden Importpreisdruck hinweisen. Das Volumen der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums erhöhte sich in den drei Monaten bis April um 1,8 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Das Einfuhrvolumen stieg unterdessen um 0,3 %. Der Anstieg der Ausfuhren spiegelt jedoch weitgehend einen Basiseffekt nach den besonders schwachen Exporten Ende 2025 wider und lässt noch nicht auf eine breit angelegte Verstärkung der Exportdynamik schließen. Mit Blick auf die Zukunft deuten die Kurzfristindikatoren auf eine erneut schwache Entwicklung hin. Die EMI-Indikatoren blieben im Mai und Juni im kontraktiven Bereich, wobei die Schwäche im Dienstleistungssektor ausgeprägter war als im verarbeitenden Gewerbe. Die Exporte werden nach wie vor durch den vorsorglichen Lageraufbau gestützt, der auf Bedenken hinsichtlich der Angebotsverfügbarkeit und des Preisdrucks zurückzuführen ist. Die Einfuhrpreise im Euroraum, die über die Handelspartner hinweg seit April 2025 auf breiter Basis rückläufig waren, scheinen nicht weiter zu sinken. Verantwortlich hierfür ist vor allem der Anstieg der Energiepreise. Der Importpreisdruck dürfte sich in nächster Zeit ausweiten. Dies ist unter anderem steigenden Preisen für Importe aus China zuzuschreiben, auch wenn diese nach wie vor unter ihrem Niveau von Ende 2024 liegen.

Die Aussichten für den Euroraum sind aufgrund der anhaltenden geopolitischen Spannungen und der erhöhten Volatilität der Ölpreise nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet. Eine anhaltende Störung der Energieversorgung könnte dafür sorgen, dass die Ölpreise länger erhöht bleiben. Dadurch würden die Realeinkommen weiter schrumpfen und die Produktionskosten steigen, was wiederum den Konsum und die Investitionen belasten würde. Das Wirtschaftswachstum könnte zusätzlich durch verstärkte Handelsstörungen

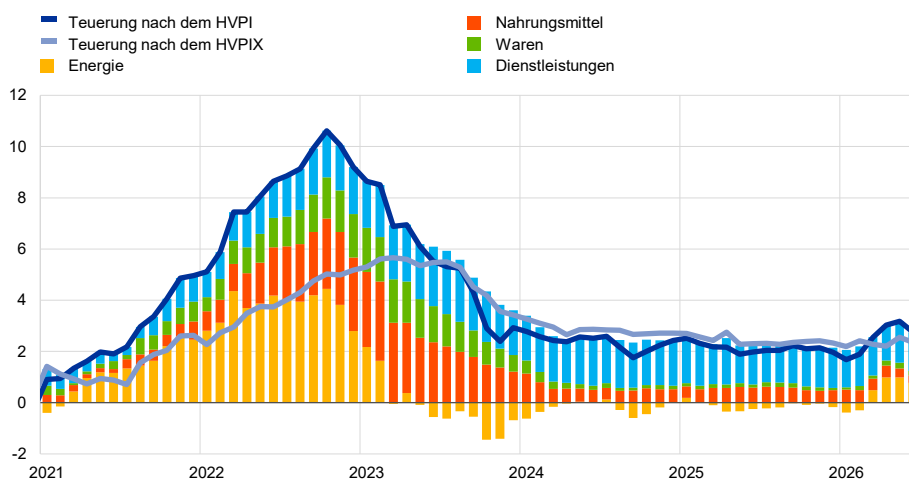
beeinträchtigt werden. Ein weiterer großer Unsicherheitsfaktor ist immer noch der Krieg Russlands gegen die Ukraine. Umgekehrt könnte das Wachstum stärker ausfallen als erwartet, wenn sich die Energiemärkte schneller anpassten als derzeit angenommen. Zudem könnten auch die geplanten Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur, Reformen zur Steigerung der Produktivität und zur Vollendung des Binnenmarkts sowie der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum die Konjunktur zusätzlich stützen.

Die jährliche Gesamtinflation im Euroraum sank im Juni 2026 auf 2,8 % nach 3,2 % im Mai, was auf eine nachlassende Dynamik bei allen Komponenten zurückzuführen war. Die Entwicklungen bei der zugrunde liegenden Inflation halten sich zwar nach wie vor in Grenzen, aber die Auswirkungen des Energieschocks sind noch nicht vollständig zum Tragen gekommen. Im ersten Quartal 2026 schwächte sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 3,5 % ab, nachdem sie im Vorquartal 3,8 % betragen hatte. Das Wachstum der Tarifverdienste sowie zukunftsgerichtete Indikatoren wie der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten weiterhin auf ein moderates Lohnwachstum in den kommenden Quartalen hin. Die Inflationserwartungen befinden sich bei den kürzeren Zeithorizonten noch immer auf einem erhöhten Niveau. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %. Dies begünstigt die mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum verringerte sich von 3,2 % im Mai 2026 auf 2,8 % im Juni (siehe Abbildung 8). Dies spiegelt eine stark rückläufige Teuerung bei Energie, einen schwächeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und einen Rückgang der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) wider. Im zweiten Quartal 2026 lag die Gesamtinflation im Euroraum bei 3,0 % und damit 0,2 Prozentpunkte unter dem in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 unterstellten Wert.

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 Juni 2026.

Die Teuerungsrate für Energie verringerte sich von 10,8 % im Mai deutlich auf 8,5 % im Juni. Diese Entwicklung ist in erster Linie auf einen Rückgang der Energiepreise um 1,8 % gegenüber dem Vormonat zurückzuführen.

Ausschlaggebend hierfür war der Rückgang der Kraftstoffpreise vor dem Hintergrund der niedrigeren Ölpreise. Diese hatten sich angesichts der besseren Aussichten für eine Beendigung des Nahostkriegs im Juni verringert. Die niedrigere Jahreswachstumsrate der Kraftstoffpreise wurde nur teilweise durch ein kräftigeres Wachstum der Gas- und Strompreise ausgeglichen. Die HVPI-Inflation ohne Energie sank ebenfalls leicht von 2,4 % im Mai auf 2,2 % im Juni.

Bei Nahrungsmitteln verringerte sich die Teuerungsrate geringfügig von 1,9 % im Mai auf 1,5 % im Juni. Ursächlich hierfür war der schwächere Preisauftrieb sowohl bei unverarbeiteten als auch bei verarbeiteten Nahrungsmitteln. Die Teuerung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln ging von 4,0 % im Mai auf 3,1 % im Juni zurück, während jene bei verarbeiteten Nahrungsmitteln im selben Zeitraum von 1,1 % auf 0,9 % sank. Insgesamt scheinen die indirekten Effekte des jüngsten Energiepreisschocks auf den Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln bislang begrenzt zu sein. Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten könnten sich allerdings aus den aktuellen widrigen Witterungsbedingungen ergeben, die durch sommerliche Hitzewellen und den Aufbau eines El-Niño-Ereignisses gekennzeichnet sind. Bei Letzterem handelt es sich um ein wiederkehrendes Klimaphänomen, welches das Wetter weltweit verändert und die Wahrscheinlichkeit von Überschwemmungen, Dürren und Hitzewellen erhöht.

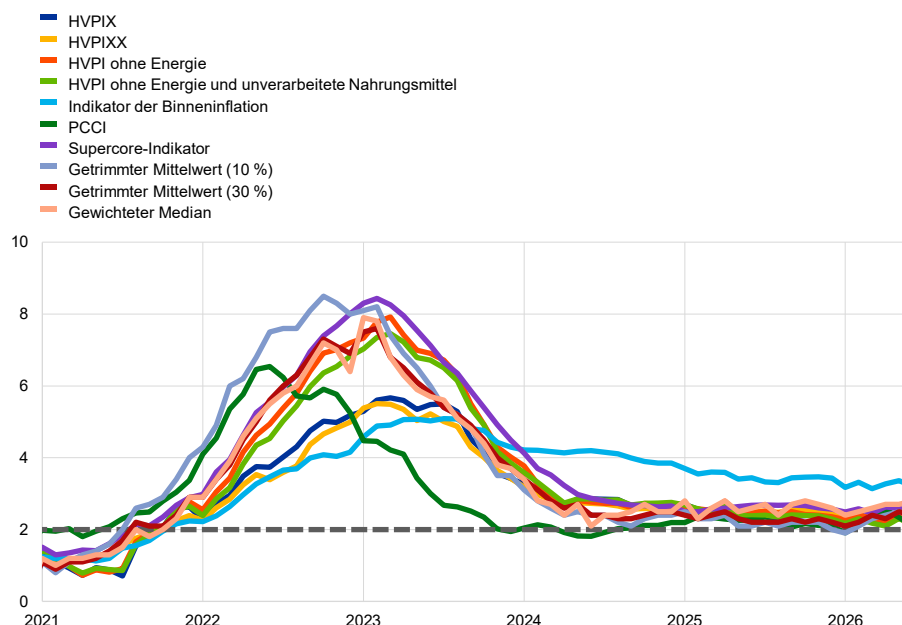
Die HVPIX-Inflation verringerte sich von 2,6 % im Mai auf 2,4 % im Juni. Darin spiegeln sich niedrigere Teuerungsraten für Dienstleistungen (3,2 % im Juni nach 3,5 % im Mai) und Industrieerzeugnisse ohne Energie (0,7 % im Juni nach 0,9 % im Mai) wider. Ausschlaggebend für den Rückgang des Preisauftriebs bei Dienstleistungen war vor allem eine Abschwächung bei den Verkehrs- und Freizeitdienstleistungen. Grund hierfür war eine geringere Preisdynamik im Juni nach dem Preissprung für Flugtreibstoff und der Zunahme des Tourismus im Mai, was auf die höhere Zahl an Feiertagen zurückzuführen war. Der verhaltene Preisanstieg bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im Juni war vor allem einem starken Rückgang der Teuerung bei Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und in geringerem Maße auch bei langlebigen Gebrauchsgütern zuzuschreiben.

Fast alle Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation gingen im Juni gegenüber dem Vormonat zurück (siehe Abbildung 9). Im Juni bewegten sich die Werte dieser Indikatoren in einer Spanne von 2,1 % bis 2,5 %. Die meisten ausschlussbasierten Messgrößen sanken um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte. Ausnahmen bildeten der HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIX), der mit 2,4 % unverändert blieb, und der gewichtete Median, der sich leicht erhöhte. Was die modellbasierten Indikatoren anbelangt, so verringerte sich die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) im Juni auf 2,1 % gegenüber 2,3 % im Mai, während der Supercore-Indikator, der konjunkturreagible HVPI-Positionen enthält, geringfügig von 2,6 % auf 2,5 % zurückging. Der Indikator der Binneninflation, der Positionen mit niedrigem Importgehalt umfasst, sank im Juni ebenfalls, und zwar auf 3,2 %, verglichen mit 3,4 % im Mai. Insgesamt deuten die jüngsten Daten darauf hin, dass sich der zugrunde liegende Preisdruck weitgehend stabilisiert.

Abbildung 9

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

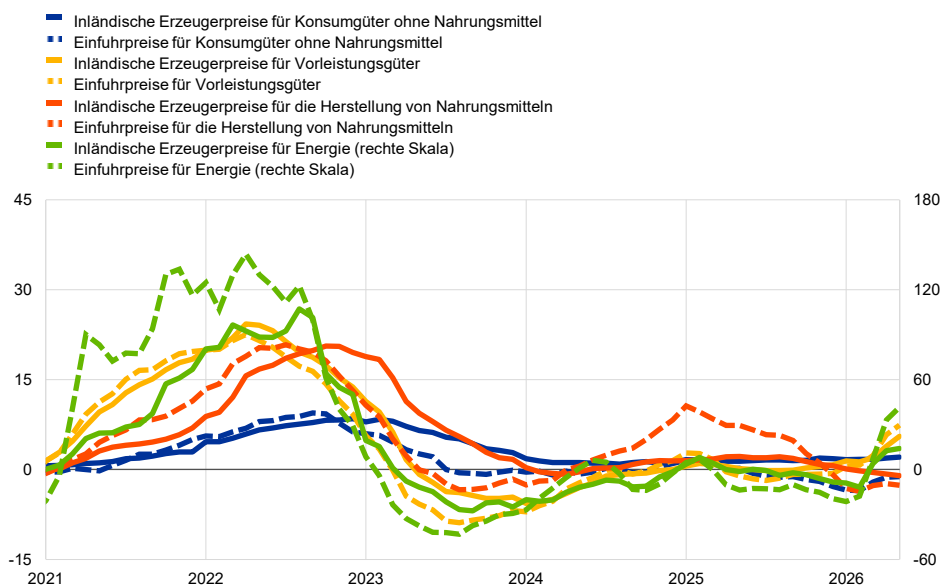
Der Preisdruck nahm auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weiter zu, hält sich auf den nachgelagerten Stufen aber nach wie vor in Grenzen (siehe Abbildung 10).

Auf den vorgelagerten Stufen erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate der Erzeugerpreise für Energie im Mai um 1,5 Prozentpunkte auf 14,0 %. Auch jene der Einfuhrpreise für Energie kletterte um 8,5 Prozentpunkte auf 41,6 %. Damit verzeichneten diese Raten zwar kräftige Zuwächse, die aber jeweils geringer ausfielen als im April, als die Jahreswachstumsraten der Erzeugerpreise und der Einfuhrpreise für Energie um 8,5 bzw. 25,8 Prozentpunkte zulegten. Mit Blick auf die Vorleistungsgüter erhöhten sich im Mai die Wachstumsrate der inländischen Erzeugerpreise auf 5,5 % und jene der Einfuhrpreise auf 7,4 %. Auf den nachgelagerten Stufen veränderte sich der Preisdruck bei Konsumgütern ohne Nahrungsmittel kaum. Die Wachstumsrate der inländischen Erzeugerpreise nahm leicht auf 2,1 % zu, und die entsprechende Rate der Einfuhrpreise war mit -1,2 % weiterhin negativ. Auch die Wachstumsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel blieb mit -1,0 % im negativen Bereich, ebenso wie jene der Einfuhrpreise für verarbeitete Nahrungsmittel, die im Mai bei -2,6% lag. Die jüngsten verfügbaren Daten stammen aus der Zeit vor der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung zwischen den USA und dem Iran vom Juni 2026 und der anschließenden erneuten Eskalation des Konflikts. Daher ist die Entwicklung der Erzeuger- und Einfuhrpreise weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet.

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 Mai 2026.

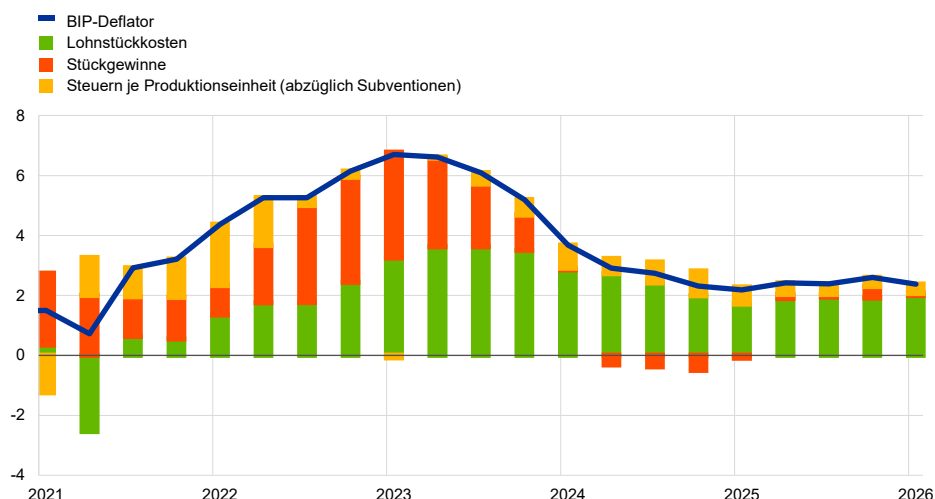
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck verringerte sich im ersten Quartal 2026 auf 2,4 % (bzw. 2,5 % ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland) (siehe Abbildung 11).

Der Rückgang des BIP-Deflators ist einem geringeren Beitrag der Stückgewinne zuzuschreiben, der nur teilweise durch höhere Beiträge der Lohnstückkosten ausgeglichen wurde. Die Beiträge der Steuern je Produktionseinheit blieben hingegen unverändert. Die Lohnstückkosten erhöhten sich im ersten Quartal 2026 um 3,6 %, verglichen mit 3,4 % im Schlussquartal 2025. Darin spiegelt sich ein Rückgang der Jahreswachstumsrate der Arbeitsproduktivität wider, die sich ins Negative kehrte (von 0,3 % auf -0,1 %). Abgefedert wurde dies teilweise durch ein schwächeres jährliches Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (3,5 % nach 3,8 %). Die niedrigere jährliche Änderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer resultierte aus einem geringeren Wachstum der Tarifverdienste, das sich von 2,9 % im vierten Quartal 2025 auf 2,5 % im ersten Quartal 2026 abschwächte. Dagegen stieg die Lohndrift im selben Zeitraum von 1,3 Prozentpunkten auf 1,5 Prozentpunkte. Ohne die volatilen Daten aus Irland blieb der Beitrag der Stückgewinne jedoch unverändert, während der Beitrag der Lohnstückkosten von 2,0 % auf 1,7 % sank. Das Wachstum der Lohnstückkosten ohne Daten aus Irland verringerte sich von 3,4 % auf 2,9 %. Zurückzuführen war dies auf einen leichten Anstieg des Wachstums der Arbeitsproduktivität von 0,4 % auf 0,5 % und ein schwächeres Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (3,4 % nach 3,8 %). Mit Blick auf die Zukunft lässt der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der Daten zu Tarifabschlüssen bis zur ersten Woche im Juli 2026 berücksichtigt, darauf schließen, dass der Lohndruck bei den Tarifverdiensten mit 2,6 % im Jahr 2026 und 2,7 % im ersten Quartal 2027

weitgehend stabil sein dürfte.³ Andere Umfrageindikatoren deuten auf eine Abschwächung des Lohnwachstums hin. In der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) gingen die Befragten davon aus, dass sich das Lohnwachstum von 3,1 % im Jahr 2025 auf 2,5 % im Jahr 2026 und 2,4 % im Jahr 2027 verlangsamen wird.⁴

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.

Die kürzerfristigen Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker, der geldpolitischen Analysten und der Verbraucherinnen und Verbraucher gingen im Juni 2026 größtenteils zurück, während die längerfristigen umfragebasierten Inflationserwartungen unverändert blieben. Die kurzfristigen Inflationserwartungen für 2026 lagen in der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Juli 2026 bei 2,7 % (nach 2,9 % im Juni 2026). Auch im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB vom dritten Quartal 2026 wurden sie auf 2,7 % beziffert und waren damit gegenüber dem Vorquartal unverändert. Für 2027 deuten beide Umfragen auf einen weiteren Rückgang auf 2,2 % hin (siehe Abbildung 12, Grafik a). Mit Blick auf die kurzfristige Inflationswahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher und deren kurzfristige Inflationserwartungen ergab die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) vom Juni 2026, dass die in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommene Inflation im Median auf 3,6 % zurückgegangen ist, verglichen mit 4,0 % im Mai (siehe Abbildung 12, Grafik b). Die Medianwerte der Erwartungen für die Inflation in einem Jahr und in drei Jahren sanken auf 3,0 % bzw. 2,8 %, verglichen mit 3,5 % bzw. 2,9 % im Mai. Der Median der Erwartungen bezüglich der Inflation in fünf Jahren belief sich nach wie vor auf 2,4 %. Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelangt, so lagen

³ Siehe EZB, [Wage Tracker der EZB für das erste Quartal 2027 liegt bei 2,7 %, was auf stabilen Lohndruck bei den Tarifverdiensten hindeutet](#), Pressemitteilung vom 29. Juli 2026.

⁴ Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

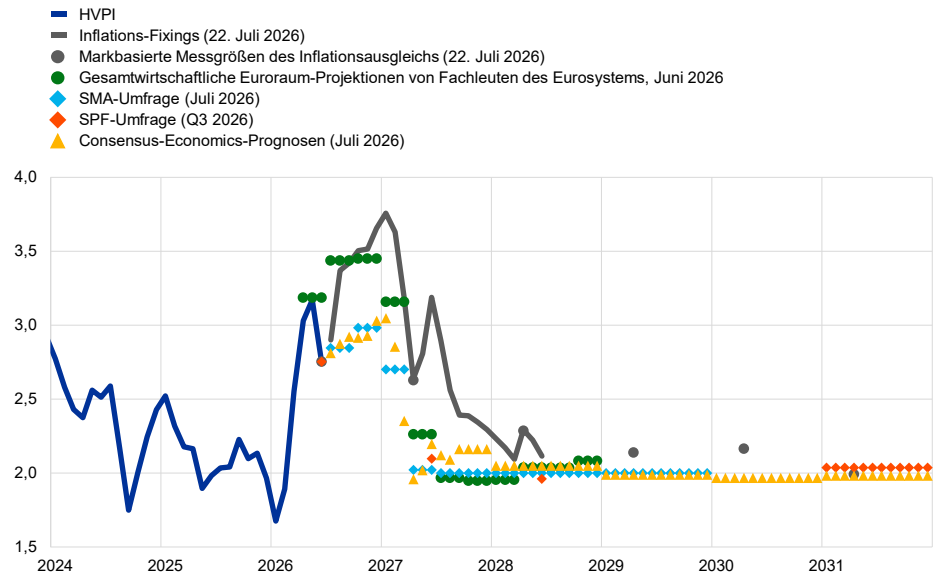
die Medianwerte in der SMA- und der SPF-Umfrage unverändert bei 2 % (siehe Abbildung 12, Grafik a).

Abbildung 12

Gesamtinflation, Inflationsprojektionen und -erwartungen

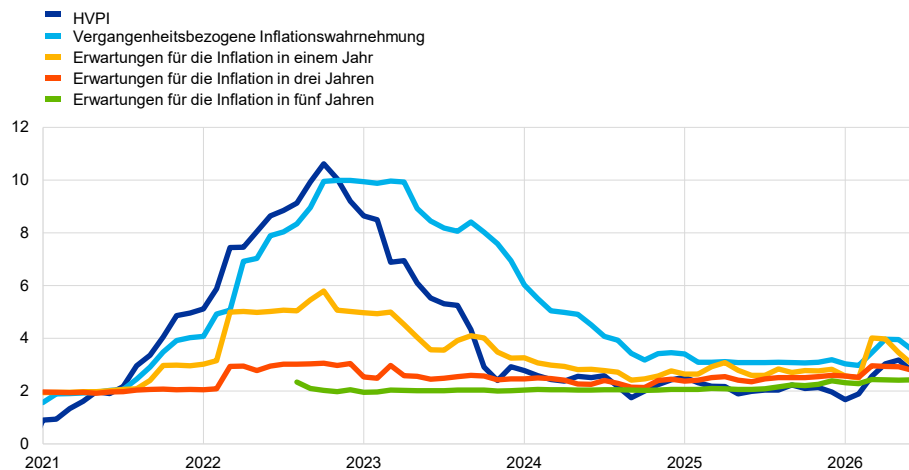
a) Gesamtinflation, marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, London Stock Exchange Group (LSEG), Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und CES-Umfrage), Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2026 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a basiert die Zeitreihe der marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs auf dem einjährigen Kassasatz inflationsindexierter Swaps, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den Zeitreihen der marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs und zu den Fixings beziehen sich auf den 22. Juli 2026. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SMA-Umfrage für Juli 2026 wurde vom 6. bis zum 8. Juli durchgeführt. Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2026 wurde vom 1. bis zum 6. Juli 2026 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 13. Juli 2026. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 wurden am 27. Mai 2026 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 21. Mai 2026. In Grafik b stellen die Linien bei der CES-Umfrage den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026.

Im Berichtszeitraum vom 11. Juni bis zum 22. Juli gingen die kurzfristigen marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs zurück, während die längerfristigen marktbasierten Erwartungen weiterhin fest verankert waren (siehe Abbildung 12, Grafik a). Die Energiepreise schwankten vor dem Hintergrund der Entwicklung des Konflikts im Nahen Osten, was zu Volatilität bei der Bewertung der Inflationsaussichten führte. Die Inflations-Fixings (Swap-Kontrakte, die an die HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind) sind bei den kurzen Zeithorizonten gesunken. Sie deuten aber nach wie vor darauf hin, dass die Anleger für das kommende Jahr weiterhin mit einer erhöhten Inflation rechnen und erst Mitte 2027 einen Rückgang auf ein Niveau in der Nähe des von der EZB angestrebten Zielwerts erwarten. Jenseits der kurzen Frist erhöhte sich der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr um 8 Basispunkte und lag damit am Ende des Berichtszeitraums bei rund 2,28 %. Bereinigt um die Inflationsrisikoprämien verringerte sich diese Messgröße jedoch um 3 Basispunkte und belief sich am Ende des Berichtszeitraums auf 1,99 %. Die längerfristigen marktbasierten Erwartungen, die sich in dem um die Inflationsrisikoprämien bereinigten fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren widerspiegeln, waren nach wie vor fest bei rund 2 % verankert.

Die Finanzmärkte im Euroraum reagierten im Berichtszeitraum (11. Juni bis 22. Juli 2026) positiv auf das Memorandum of Understanding (MoU) zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran, bevor sich die Entwicklung angesichts der erneut verschärften Spannungen zwischen den beiden Ländern wieder umkehrte. Die am 11. Juni vom EZB-Rat angekündigte Zinserhöhung wurde allgemein erwartet und vollständig auf die Geldmärkte und breiteren Kapitalmärkte übertragen. Am Ende des Berichtszeitraums preiste die Terminkurve des Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) kumulierte Leitzinsanhebungen von rund 40 Basispunkten bis Ende 2026 ein, was in etwa dem zu Beginn des Berichtszeitraums eingepreisten Wert entsprach. Die langfristigen Zinssätze und die Staatsanleiherenditen blieben insgesamt unverändert, wodurch sich auch die realen Terminzinsen und die Abstände der Staatsanleiherenditen gegenüber den risikofreien Zinssätzen weitgehend stabil zeigten. Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum legten im Berichtszeitraum zu. Grund hierfür waren positive langfristige Gewinnaussichten, wenngleich die schwankende Stimmungslage mit Blick auf die künstliche Intelligenz (KI) eine gewisse Volatilität während des Berichtszeitraums auslöste. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verkleinerten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich geringfügig. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht ab (-1,1 %) und blieb in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil (-0,4 %).

Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen während des Berichtszeitraums, wohingegen die längerfristigen risikofreien Zinssätze weitgehend unverändert blieben.

Nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 11. Juni 2026 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte zu anzuheben, notierte der Referenzzinssatz €STR am Ende des Berichtszeitraums bei 2,2 %. Die Überschussliquidität sank um etwa 55 Mrd. € auf 2 161 Mrd. €. Dies geschah in erster Linie vor dem Hintergrund der anhaltenden Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren. Nachdem die kurzfristigen Terminalsätze in der Zeit zwischen den EZB-Ratssitzungen von April und Juni im Zuge nachlassender Spannungen im Nahen Osten gesunken waren, gingen sie nach der Unterzeichnung des MoU zwischen den USA und dem Iran (17. Juni) noch weiter zurück. Als die Auseinandersetzungen wieder aufflammten, zogen sie jedoch wieder an. Am Ende des Berichtszeitraums implizierte die €STR-Terminzinssatzkurve kumulierte Zinsanhebungen von rund 40 Basispunkten bis Ende 2026, was in etwa dem zu Beginn des Berichtszeitraums eingepreisten Wert entsprach. Blickt man über das Jahresende hinaus, waren die €STR-Terminzinssätze am Ende des Berichtszeitraums gegenüber dem Beginn des Zeitraums leicht gestiegen. Der zehnjährige nominale OIS-Satz stieg insgesamt um 12 Basispunkte auf 3,0 %.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum stiegen im Berichtszeitraum insgesamt leicht an, und die Abstände gegenüber den risikofreien Zinssätzen änderten sich kaum (siehe Abbildung 13).

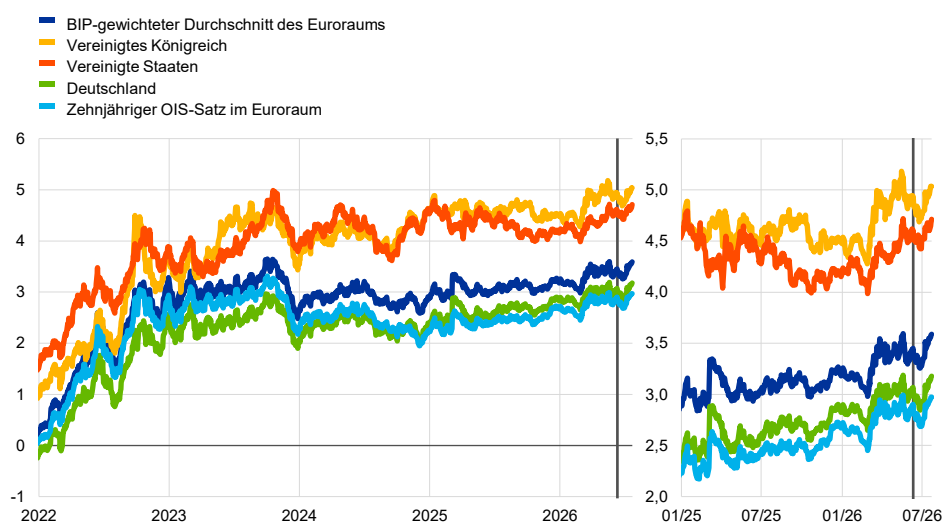
Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitle im Eurogebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum um 18 Basispunkte auf rund 3,6 %. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum bewegten sich weitgehend im Gleichlauf mit dem

risikofreien OIS-Satz, während die nationalen Unterschiede bei den Abständen von Staatsanleiherenditen zu den risikofreien Zinssätzen trotz des unsicheren Umfelds auf einem historisch niedrigen Niveau verharrten. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg um rund 20 Basispunkte auf 4,7 %. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich unterlagen während des Berichtszeitraums leichten Schwankungen und waren am Ende des Zeitraums mit 5,0 % etwa 5 Basispunkte höher als zu Beginn.

Abbildung 13

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

(in % p. a.)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. Juni 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 22. Juli 2026.

Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum nahmen im Berichtszeitraum aufgrund von positiven Gewinnaussichten zu, wenngleich die wechselnde Stimmungslage hinsichtlich der künstlichen Intelligenz (KI) eine gewisse Volatilität auslöste. Die Aktienmärkte des Euroraums legten im Berichtszeitraum um 3,3 % zu. Der Teilindex für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg dabei um 0,4 %, jener für Banken um 14,7 %. Bankaktien erhielten durch die am 11. Juni erfolgte Leitzinsanhebung des EZB-Rats einen Schub. Weitere positive Impulse gab es durch das MoU zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran sowie die soliden Gewinnmeldungen von US-Banken für das zweite Quartal, die auf lebhaftes Handelsaktivitäten zurückzuführen waren. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich der marktbreite Aktienindex um 1,4 %.

Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die Banken verzeichneten dabei Zuwächse um 0,7 % bzw. 8,1 %. Neben den makroökonomischen Effekten günstigerer kurzfristiger Erwartungen bezüglich Inflation und Geldpolitik wurde die Volatilität an den Aktienmärkten beiderseits des Atlantiks vor allem durch die Stimmung hinsichtlich der KI geprägt. Da sich die potenziellen Erträge der umfangreichen KI-Investitionen erst langfristig realisieren dürften, verweisen Marktkommentare zunehmend auf die damit verbundenen spekulativen Risiken.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verkleinerten sich im Verlauf des Berichtszeitraums sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment und kehrten wieder auf ihr Vorkriegsniveau zurück. Diese Entwicklung spiegelte wider, dass die

Risikobereitschaft, die nach Beginn des Nahostkriegs abgenommen hatte, inzwischen wieder größer war. Im Hochzinssegment war die Verengung der Renditeabstände mit etwa 20 Basispunkten am stärksten. Im Investment-Grade-Segment verkleinerten sich die Abstände bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Finanzunternehmen um rund 2 bzw. 3 Basispunkte.

An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar ab, zeigte sich jedoch in handelsgewichteter Rechnung stabiler (siehe Abbildung 14). Der

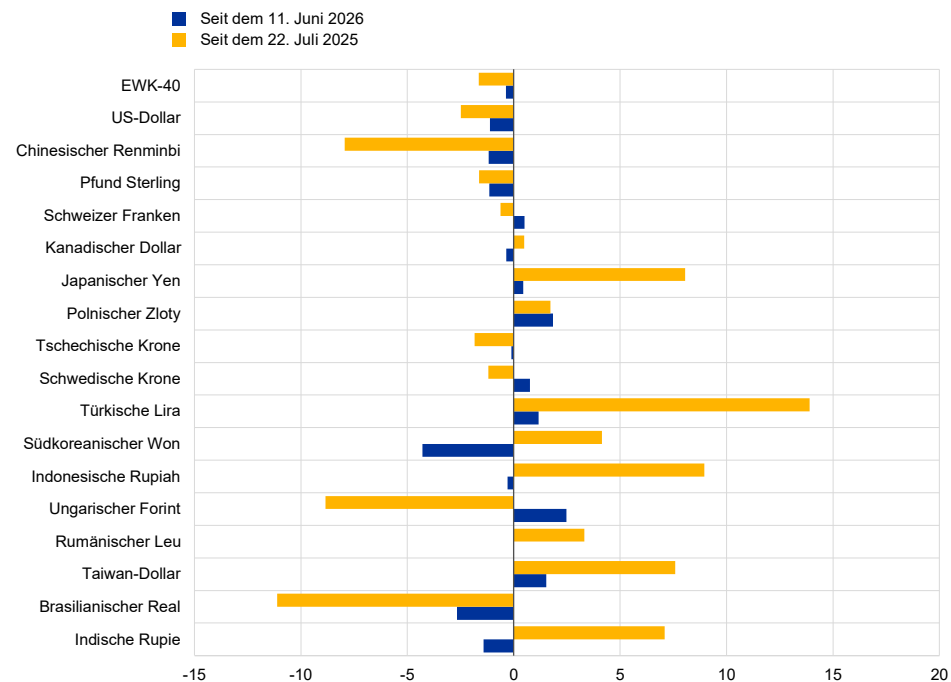
nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, blieb im Berichtszeitraum mit einem Minus von 0,4 % größtenteils stabil, verharrte aber auf seinem Vorkriegsniveau.

Diese relative Stabilität spiegelte im Großen und Ganzen gegenläufige Bewegungen gegenüber einigen dieser Währungen wider. Der Euro wertete sowohl gegenüber dem US-Dollar (-1,1 %) als auch gegenüber dem chinesischen Renminbi (-1,2 %) ab. In Bezug auf den US-Dollar war festzustellen, dass dieser vor allem durch eine Verschiebung der Markterwartungen hinsichtlich einer strafferen Geldpolitik der US-Notenbank in Verbindung mit robusten gesamtwirtschaftlichen Daten in den Vereinigten Staaten gestärkt wurde. Zudem verlor der Euro gegenüber dem Pfund Sterling (-1,1 %), dem Südkoreanischen Won (-4,3 %) und dem brasilianischen Real (-2,7 %) an Boden. Dagegen wertete er gegenüber dem polnischen Zloty (+1,8 %) und dem ungarischen Forint (+2,5 %) auf.

Abbildung 14

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-40“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 22. Juli 2026.

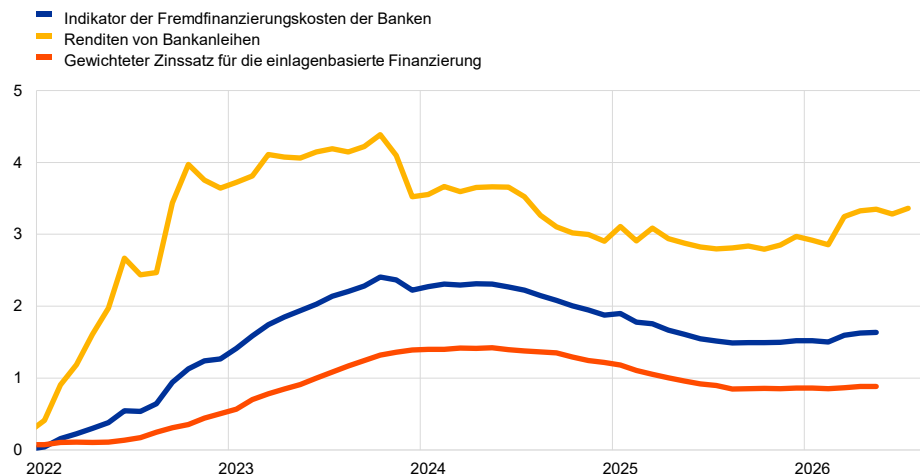
Die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen blieben im Mai mit 3,6 % unverändert, während die Hypothekenzinsen auf 3,5 % stiegen. Im Berichtszeitraum vom 11. Juni bis zum 22. Juli 2026 verteuerten sich für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowohl die marktbasierende Fremdfinanzierung als auch die Finanzierung über Eigenkapital. Hierzu trugen eine steigende Aktienrisikoprämie wie auch höhere risikofreie Zinssätze bei. Die Wachstumsrate der Unternehmenskredite erhöhte sich im Mai auf 4,0 %, und das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte zog leicht auf 3,1 % an. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 stieg auf 3,2 %. In der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2026 meldeten die Banken eine etwas regere Nachfrage nach neuen Unternehmenskrediten, nachdem die Kreditlinien für Unternehmen im zweiten Quartal 2026 moderat verschärft worden waren. Auch für Privathaushalte wurden die Kreditrichtlinien restriktiver gestaltet. Vor diesem Hintergrund sank die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten deutlich, während sich die Nachfrage nach Konsumentenkrediten leicht abschwächte. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das zweite Quartal 2026, die vom 21. Mai bis zum 26. Juni 2026 durchgeführt wurde, meldeten die Unternehmen, dass sich die Zinssätze der Banken erhöht hätten und die sonstigen Kreditbedingungen erneut restriktiver gestaltet worden seien.

Die Finanzierungskosten der Banken blieben im Mai weitgehend stabil. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum lag im Mai unverändert bei 1,6 % (siehe Abbildung 15). Nach Beginn des Krieges im Nahen Osten am 28. Februar stiegen die Renditen von Bankanleihen um rund 70 Basispunkte. Danach stabilisierten sie sich bis Ende April und bewegten sich anschließend um ein Niveau knapp unter 3,5 %. Der gewichtete Einlagenzins, der die Grenzkosten der Finanzierung der Banken über Einlagen bemisst, blieb im Mai stabil bei 0,9 %. Die Zinssätze für Termineinlagen erhöhten sich leicht, während die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Sparkonten sowie die Interbankenzinssätze unverändert blieben.

Abbildung 15

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 Mai 2026 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken und gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung) bzw. den 22. Juli 2026 (Renditen von Bankanleihen).

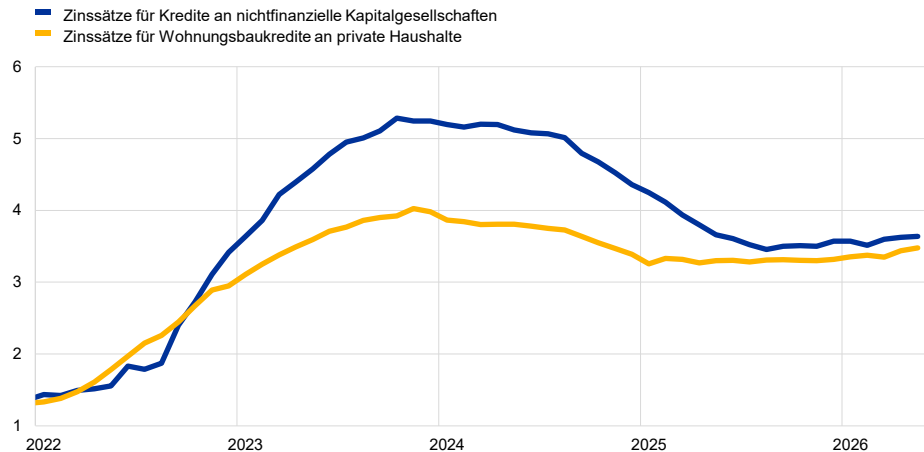
Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen waren im Mai stabil, während jene für Kredite an private Haushalte geringfügig zunahmen (siehe Abbildung 16).

Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben im Mai mit 3,6 % weitgehend unverändert und lagen damit rund 160 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023. Bei Krediten mit mittlerer Zinsbindung (ein bis fünf Jahre) wurden Zinsanhebungen beobachtet, während die Zinssätze in den übrigen Zinsbindungsbereichen unverändert blieben. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite vergrößerte sich etwas mehr, und zwar um 11 Basispunkte, wofür die höheren Zinssätze für kleine Kredite verantwortlich waren. Im historischen Vergleich fiel die Spreadausweitung jedoch begrenzt aus. Die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte erhöhten sich geringfügig von 3,4 % im April auf 3,5 % im Mai. Damit lagen sie noch immer etwa 60 Basispunkte unter ihrem im November 2023 verzeichneten Höchststand. Darin spiegelte sich ein moderater Anstieg der Zinssätze für kurz- und mittelfristige Kredite wider, während die Zinsen für länger laufende Kredite stabil blieben.

Abbildung 16

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 Mai 2026.

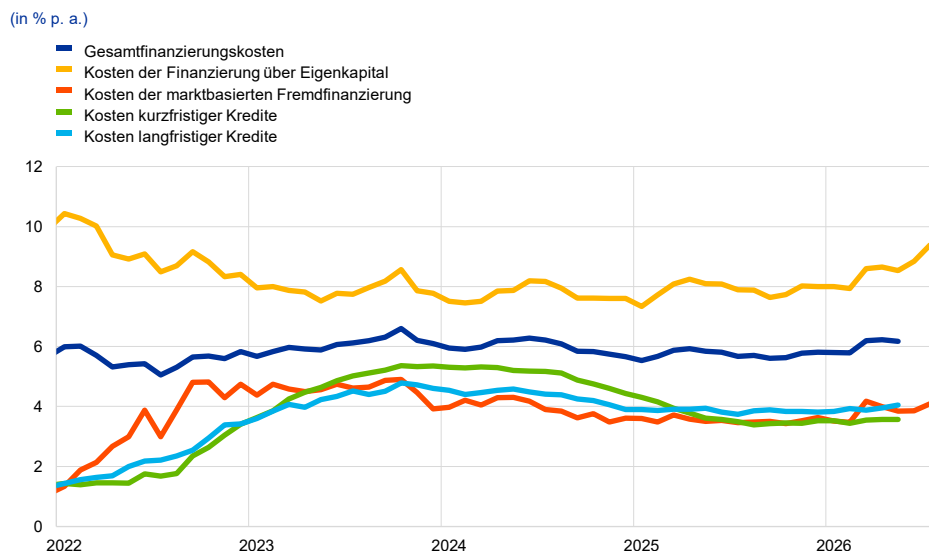
Während des Berichtszeitraums vom 11. Juni bis zum 22. Juli 2026 verteuerten sich sowohl die marktbasierte Fremdfinanzierung der Unternehmen als auch ihre Finanzierung über Eigenkapital.

Im Mai 2026 beliefen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) den dritten Monat in Folge auf 6,2 % (siehe Abbildung 17).⁵ Dabei wurde ein leichter Rückgang der Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital durch eine Zunahme der Kosten langfristiger Bankkredite ausgeglichen. Im Berichtszeitraum insgesamt verteuerte sich die marktbasierte Fremdfinanzierung indes, da der Anstieg der risikofreien Zinssätze nur teilweise durch einen leichten Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen ausgeglichen wurde, der in erster Linie das Hochzinssegment betraf (siehe Abschnitt 4). Auch die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital nahmen im Berichtszeitraum etwas zu, was vor allem auf eine höhere Aktienrisikoprämie, daneben aber auch auf die höheren langfristigen risikofreien Zinssätze zurückzuführen war.

⁵ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Mai 2026 vor.

Abbildung 17

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



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

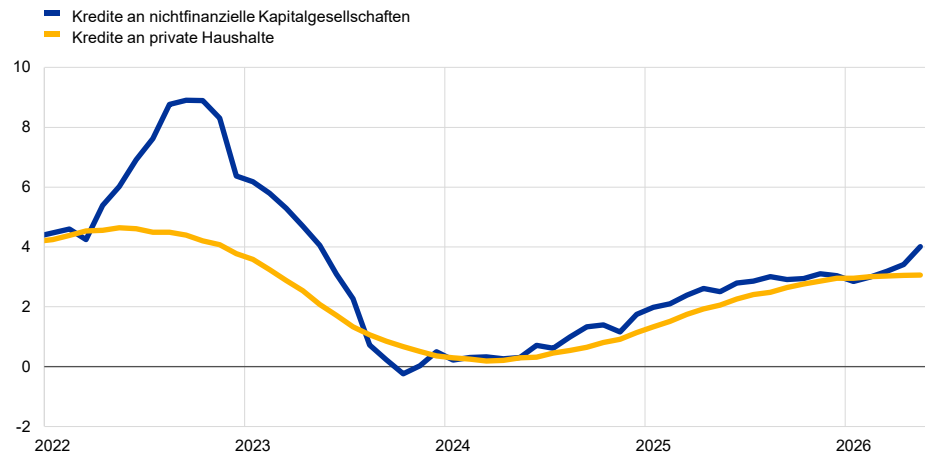
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als Durchschnitt der Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte) sowie der Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der 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 22. Juli 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite auf Mai 2026 (Monatswerte).

Das Wachstum der Unternehmenskredite beschleunigte sich im Mai, was teilweise durch ein schwächeres Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen ausgeglichen wurde. Das Wachstum der Kredite an private Haushalte zog indes leicht an (siehe Abbildung 18). Die

Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Unternehmen stieg von 3,4 % im April auf 4,0 % im Mai. Damit lag sie jedoch weiterhin unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,3 %. Die jährliche Wachstumsrate der Fremdfinanzierung der Unternehmen erhöhte sich von 3,7 % im April auf 3,9 % im Mai. Ursächlich hierfür war eine Abschwächung der Nettoemission von Unternehmensanleihen (3,4 % nach 4,5 %). Besonders stark fiel das Kreditwachstum bei den längeren Laufzeiten aus. Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an private Haushalte stieg leicht von 3,0 % im April auf 3,1 % im Mai. Damit lag sie jedoch weiterhin unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,1 %. Wenngleich die Dynamik der Konsumentenkredite und Hypothekarkredite robust blieb, fielen die monatlichen Kreditströme an private Haushalte im Mai insgesamt schwächer aus als in den Vormonaten. Das Wachstum der sonstigen Kredite an private Haushalte – darunter auch an Einzelunternehmen – blieb im historischen Vergleich gedämpft. Laut der im Mai 2026 von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) hat der Krieg im Nahen Osten die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den Kreditzugang beeinträchtigt.

Abbildung 18
MFI-Kredite im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

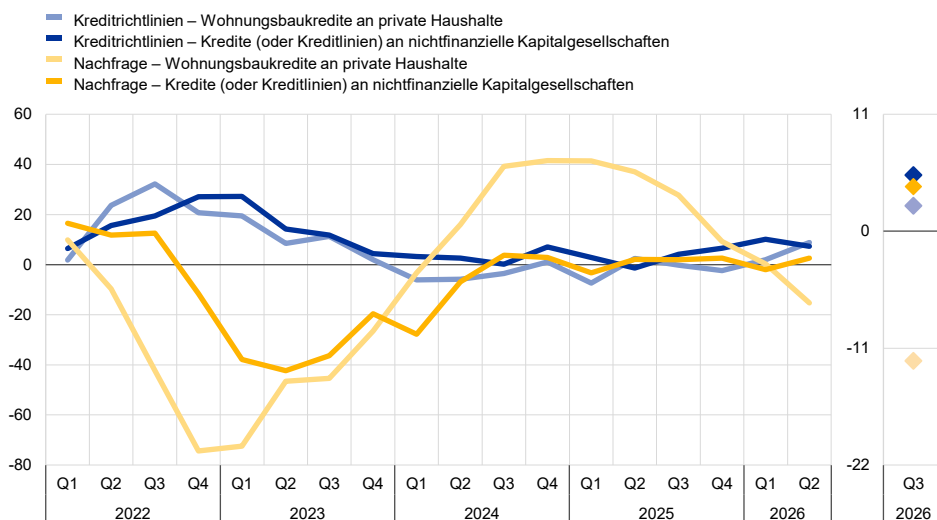
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2026.

In der **Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2026**, die vom 15. bis zum 30. Juni 2026 durchgeführt wurde, gaben die Banken an, dass die **Richtlinien für Unternehmenskredite im zweiten Quartal 2026 etwas weiter verschärft wurden. Auch die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden erneut restriktiver ausgestaltet (siehe Abbildung 19).** Die Richtlinien für Kredite (einschließlich Kreditlinien) an Unternehmen im Euroraum wurden weniger stark verschärft als im ersten Quartal. Zudem fiel die Straffung deutlich geringer aus als von den Banken zuvor erwartet. Verantwortlich dafür waren weiterhin vor allem höhere wahrgenommene Risiken für die Konjunkturaussichten und eine geringere Risikotoleranz seitens der Banken. Der Konflikt zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran ist nach wie vor ein Unsicherheitsfaktor und führt dazu, dass die Banken ihre Einschätzungen laufend anpassen. Die Antworten auf eine spezielle offene Frage zeigen, dass die Banken nach wie vor sehr risikobedacht sind und die Kreditrisiken vor allem in den am stärksten exponierten Sektoren weiterhin genau beobachten. Einige Banken gaben an, ihre Kreditrichtlinien im Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen und den energiebezogenen Entwicklungen im zweiten Quartal zusätzlich verschärft zu haben. Den Banken zufolge wurden die Kreditrichtlinien sowohl für Wohnungsbaukredite als auch für Konsumentenkredite unter dem Strich restriktiver gestaltet. Als Hauptgründe hierfür wurden eine geringere Risikotoleranz und eine höhere Risikoeinschätzung genannt. Für das dritte Quartal 2026 rechnen die Banken im Euroraum mit einer moderateren Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite, einer geringfügigen Verschärfung bei Wohnungsbaukrediten und einer deutlicheren Verschärfung bei Konsumentenkrediten.

Abbildung 19

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

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



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen der Banken in der aktuellen Erhebung dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Im zweiten Quartal 2026 stieg die Nachfrage nach Unternehmenskrediten den Banken zufolge leicht an, während die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten merklich zurückging und die Nachfrage nach Konsumentenkrediten etwas nachgab. Die regere Nachfrage nach Unternehmenskrediten kam unerwartet; in der vorangegangenen Umfragerunde hatten die Banken vielmehr mit einem noch deutlicheren Rückgang gerechnet. Gestützt wurde sie durch einen höheren Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel, einen gestiegenen Finanzierungsbedarf großer Unternehmen für Anlageinvestitionen sowie einen höheren sonstigen Finanzierungsbedarf im Zusammenhang mit Umfinanzierungen und Umschuldungen. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten schwächte sich deutlich ab, die Nachfrage nach Konsumentenkrediten leicht. Am stärksten wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten durch das nachlassende Verbrauchervertrauen und Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus belastet. Die sich eintrübenden Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt wirkten sich aber ebenfalls negativ aus. Andere Faktoren wie die aktive Bewerbung attraktiver Kreditvergabebedingungen sowie ein einfacherer Zugang zu Hypothekenanträgen über digitale Kanäle hatten einen kleinen positiven Effekt. Der Nachfragerückgang war zwar begrenzt, aber doch deutlicher als von den Banken erwartet. Bei den Konsumentenkrediten schwächte sich die Nachfrage etwas weiter ab, was auf ein geringeres Verbrauchervertrauen, geringere Ausgaben für Gebrauchsgüter und einen kleinen negativen Beitrag des allgemeinen Zinsniveaus zurückzuführen war. Für das dritte Quartal 2026 erwarten die Banken unter dem Strich einen moderaten Nachfrageanstieg bei Unternehmenskrediten, eine weiter sinkende Nachfrage nach

Wohnungsbaukrediten und eine unveränderte Nachfrage nach Konsumentenkrediten.

Der Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln gestaltete sich erneut etwas schwieriger. Unterdessen hatten die Risiken für die Kreditqualität einen verschärfenden, klimabezogene Faktoren hingegen einen lockernden Effekt auf die Kreditrichtlinien. Laut den Antworten der Banken auf die Zusatzfragen der Umfrage verschlechterte sich der Zugang der Banken zu Schuldverschreibungen, zu den Geldmärkten und zur Retail-Refinanzierung weiter, wenn auch nur geringfügig. Der Zugang zu Verbriefungen blieb weitgehend unverändert. In den kommenden drei Monaten dürfte sich der Zugang zur Refinanzierung über Schuldverschreibungen, zur Retail-Refinanzierung sowie zu Geldmarktfinanzierungen nach Einschätzung der Banken weiter verschlechtern. Bei der Refinanzierung über Verbriefungen erwarten sie keine Veränderung. Den Banken zufolge wirkten sich die Quote notleidender Kredite (NPL-Quote) und andere Indikatoren der Kreditqualität per saldo verschärfend auf ihre Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite aus. Auf die Richtlinien für Wohnungsbaukredite hatten sie jedoch nur einen geringen Einfluss. Die Verschärfung war vor allem auf eine höhere Risikoeinschätzung und eine geringere Risikotoleranz zurückzuführen, während der mit aufsichtlichen oder regulatorischen Anforderungen verbundene Druck sowie die Kosten im Zusammenhang mit der Bilanzbereinigung einen deutlich geringeren Beitrag leisteten. Die Kreditrichtlinien wurden vor allem in Sektoren wie der Automobilindustrie und den energieintensiven Bereichen des verarbeitenden Gewerbes verschärft. Für das dritte Quartal 2026 gehen die Banken davon aus, dass sich die Kreditqualität weiter verschärfend auf ihre Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite auswirken wird. Die Kreditnachfrage blieb nach Einschätzung der Banken in den meisten Wirtschaftssektoren weitgehend unverändert. Bei Krediten an „grüne“ Unternehmen und an Unternehmen im Übergangsprozess wirkte sich der Klimawandel in den vergangenen zwölf Monaten laut den befragten Banken per saldo lockernd auf die Kreditrichtlinien aus und hatte auch positive Effekte auf die Kreditnachfrage. Bei Unternehmen mit hohem CO₂-Ausstoß und ohne glaubwürdigen Übergangsplan hatte der Klimawandel hingegen einen verschärfenden Einfluss auf die Kreditrichtlinien. Hier verzeichneten die Banken zudem unter dem Strich einen leichten Rückgang der Kreditnachfrage. In Bezug auf Gebäude, die aktuell eine gute oder hohe Energieeffizienz aufweisen oder bei denen dies für die Zukunft angestrebt wird, meldeten die Banken per saldo einen lockernden Effekt des Klimawandels auf die Kreditrichtlinien sowie einen positiven Effekt auf die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Bei Gebäuden mit anhaltend schlechter Energieeffizienz vermeldeten sie unterdessen einen verschärfenden Effekt auf die Kreditrichtlinien und einen negativen Effekt auf die Kreditnachfrage.

In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), die vom 21. Mai bis zum 26. Juni 2026 durchgeführt wurde, berichteten die Unternehmen von einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen vor dem Hintergrund steigender Kreditzinsen. Im zweiten Quartal 2026 gaben 42 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass die Bankzinsen gestiegen seien, verglichen mit einem Nettoanteil von 26 % im Quartal zuvor. Dabei ähnelten sich die Einschätzungen der Großunternehmen und die der kleinen und mittleren

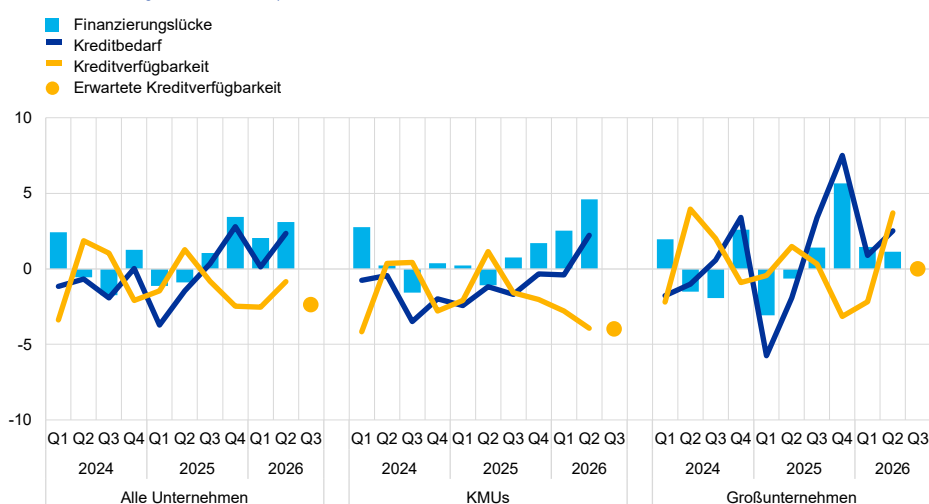
Unternehmen (KMUs). Neben den höheren Zinssätzen sahen sich die Unternehmen auch mit einem Anstieg der nicht zinsbezogenen Kosten konfrontiert, wenngleich sich das Tempo der Verschärfung hier verlangsamt.

Die befragten Unternehmen berichteten außerdem, dass sich ihr Bedarf an Bankkrediten leicht erhöht habe. Die Kreditverfügbarkeit wurde insgesamt als weitgehend unverändert eingeschätzt, wobei die Antworten der KMUs und der Großunternehmen jedoch unterschiedlich ausfielen (siehe Abbildung 20). Im zweiten Quartal 2026 gaben 2 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten gestiegen sei (nach 0 % im Vorquartal). In Bezug auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten 1 % (Nettoanteil) der Banken eine Verschlechterung, verglichen mit 3 % im Quartal zuvor. Die Antworten unterschieden sich je nach Unternehmensgröße: Während die KMUs von einer weiteren Verschlechterung der Verfügbarkeit berichteten, vermeldeten die Großunternehmen eine Verbesserung. Dadurch blieb die Finanzierungslücke bei Bankkrediten – also die Differenz zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und der Verfügbarkeit – unter dem Strich positiv (Nettoanteil von 3 % der Unternehmen nach 2 % im Vorquartal). Daran wird deutlich, dass der Bedarf weiterhin die Verfügbarkeit übersteigt. Mit Blick auf die Zukunft erwarten die Unternehmen im Schnitt, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten in den nächsten drei Monaten verschlechtern wird (Nettoanteil von 2 %). Dabei fielen die Erwartungen derjenigen Unternehmen, die durch den Krieg im Nahen Osten deutlich beeinträchtigt werden, erheblich schlechter aus. Hier rechnete ein Nettoanteil von 9 % mit einem Rückgang.

Abbildung 20

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

(Nettoanteil der befragten Unternehmen)



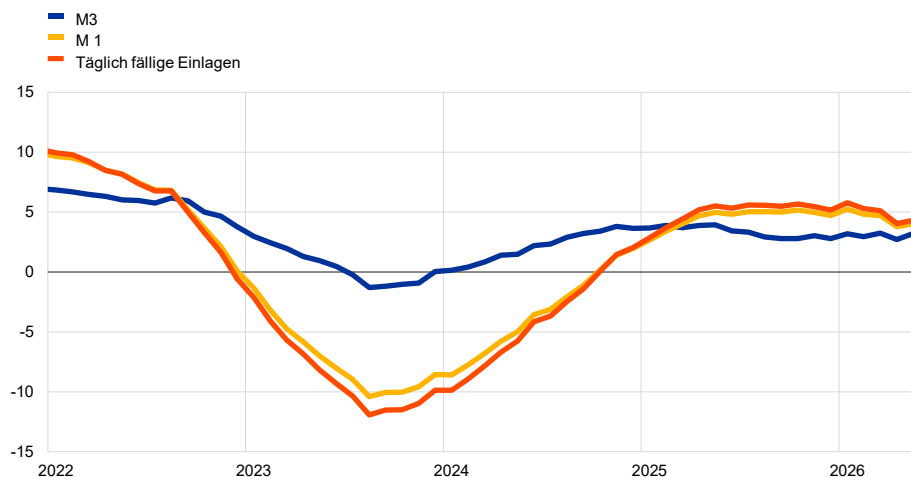
Quellen: EZB (SAFE-Umfrage) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Nettoanteil ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der wahrgenommenen Veränderung der Finanzierungslücke nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Kreditbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten Nettosalden werden die Werte mit 100 multipliziert. Die erwartete Verfügbarkeit wurde um einen Zeitraum nach vorne verschoben, um einen direkten Vergleich mit den realisierten Werten zu ermöglichen. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 30 (Januar bis März 2024) bis 39 (April bis Juni 2026).

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich im Mai vor dem Hintergrund einer gestiegenen Volatilität der Zuflüsse aus dem Ausland in den Euroraum (siehe Abbildung 21). Das jährliche Wachstum von M3 erhöhte sich von 2,7 % im April auf 3,2 % im Mai und erreichte damit wieder das Niveau vom März. Gestützt wurde diese Erholung durch die Umkehr der Nettozuflüsse aus dem Ausland, nachdem im April ein hoher Mittelabfluss verzeichnet wurde. Das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats bewegt sich seit August 2025 in der Nähe dieses Niveaus und liegt damit deutlich unter seinem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 5,2 %. In den letzten Monaten wies es jedoch eine erhöhte Volatilität auf, die vor allem auf monatliche Schwankungen der Einlagen von Nichtbank-Finanzintermediären zurückzuführen war. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, die die liquiden Komponenten von M3 (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) umfasst, erhöhte sich leicht von 3,8 % im April auf 4,0 % im Mai. Dies geschah vor dem Hintergrund beträchtlicher Einlagenströme aus allen Sektoren und insbesondere von Unternehmen. Bei den Gegenposten haben inländische Kredite seit dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten stärker zur Geldschöpfung beigetragen. Die fortwährende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems hatte dagegen weiterhin einen dämpfenden Effekt auf das M3-Wachstum.

Abbildung 21
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2026.

Kästen

1 Die Wagniskapitallücke in Europa und die Finanzierung wachstumsstarker Unternehmen

Adam Baumann, Zakaria Gati, Francesca Vinci und Gerome Wolf

Ein vertiefter und stärker integrierter Wagniskapitalmarkt könnte der EU helfen, innovative Unternehmen zu finanzieren, das Produktivitätswachstum zu stärken und mehr Wertschöpfung aus ihrem Innovationsökosystem in der Region zu halten. Im vorliegenden Kasten wird aufgezeigt, dass die

Herausforderungen des europäischen Wagniskapitalmarkts auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sind. Dazu zählen Lücken in der Spätphasenfinanzierung, die vergleichsweise geringe Zahl an institutionellen Investoren und die begrenzten grenzüberschreitenden Investitionen innerhalb der EU. Hervorgehoben wird zudem das Produktivitätspotenzial von mit Wagniskapital gestützten Unternehmen und die Notwendigkeit für politische Maßnahmen im Einklang mit den Empfehlungen des Berichts von Kukies und Noyer (2026).

Die Wagniskapitallücke zwischen der EU und den Vereinigten Staaten ist beträchtlich. In den USA gibt es mehr Wagniskapitalfonds, die zudem größer sind. Das gesamte Fondsvolumen beläuft sich dort auf rund 930 Mrd. €, was etwa dem Sechsfachen der rund 150 Mrd. € an Mitteln in der EU entspricht (Banu et al., 2026).¹ Doch die Herausforderung Europas im Wagniskapitalbereich geht weit über das reine Gesamtvolumen hinaus.

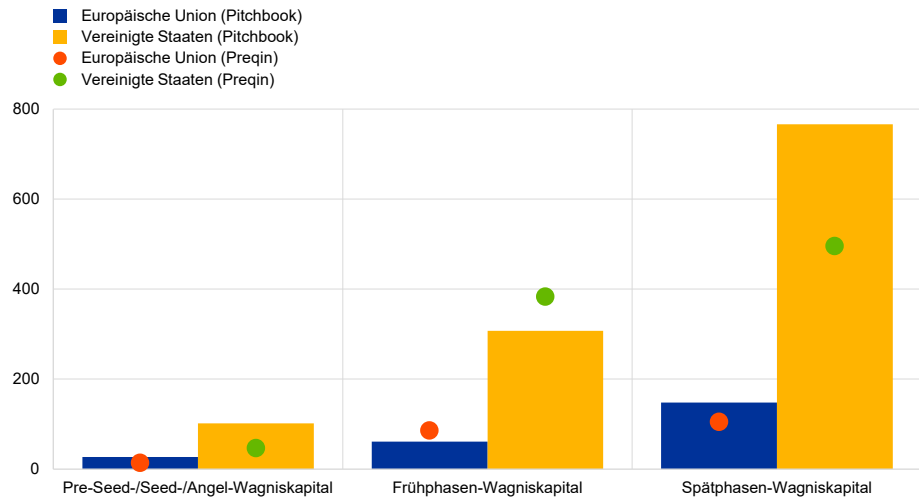
Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten ist der Wagniskapitalmarkt in der EU weniger gut ausgestattet, um Unternehmen in ihren späteren Wachstumsphasen zu finanzieren, wenn deren Finanzierungsbedarf deutlich steigt. Die Lücke zu den Vereinigten Staaten vergrößert sich in späteren Wagniskapital-Finanzierungsrunden (siehe Abbildung A), die höhere Kapitalbeträge erfordern. Dies führt zu Finanzierungsengpässen für Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial und hohem Investitionsbedarf, wie bereits in der Literatur gut dokumentiert wurde (siehe beispielsweise Böninghausen et al., 2025).

¹ Laut Pitchbook-Berichten brachten US-Fonds im Zeitraum von 2020 bis 2025 auch im Durchschnitt mehr Kapital auf – 103 Mio. € je Fonds und Jahr (7 433 Fonds) – als Fonds mit Sitz in der EU und im Vereinigten Königreich, die rund 73 Mio. € je Fonds und Jahr aufbrachten (2 321 Fonds).

Abbildung A

Lücke beim Gesamtwert der Wagniskapitaltransaktionen zwischen Zielunternehmen in der EU und den Vereinigten Staaten (Durchschnitt von 2019 bis 2024)

(in Mrd. €)



Quellen: Daten von Pitchbook und Capital IQ Preqin.

Anmerkung: Summe der Wagniskapitalinvestitionen für Zielunternehmen in der EU und in den USA, aufgeschlüsselt nach Wagniskapital für die Anschubfinanzierung (Pre-Seed), die Vorgründungsphase (Seed) und Mitteln von Privatpersonen (Business Angel) (Erstfinanzierung erhalten), Frühphasen- und Spätphasen-Wagniskapital. Die Daten umfassen den Zeitraum von Januar 2019 bis Dezember 2024.

Eine wesentliche Ursache für das geringere Volumen von EU-

Wagniskapitalfonds ist die Zusammensetzung ihrer Investorenbasis. Wie von Banu et al. (2026) dargelegt, profitieren US-Wagniskapitalfonds von einer stärkeren Beteiligung von Pensionseinrichtungen und Stiftungen. Grund hierfür ist unter anderem, dass diese Institutionen als Investoren an den fraglichen Märkten eine aktivere Rolle spielen können. So gibt es nämlich Unterschiede bei den Rentensystemen, und es sind Regulierungsreformen erfolgt. Diese Investoren können – bei gleichzeitiger Flexibilität und Risikotoleranz – beträchtliche Mittel bereitstellen. Damit können sie den Bedürfnissen junger, schnell wachsender und innovativer Unternehmen mit dem größten Skalierungs- und Produktivitätspotenzial gerecht werden. In Europa wird dies nur teilweise durch eine stärkere Beteiligung staatlicher Stellen, darunter der Europäische Investitionsfonds und öffentlich unterstützte Investoren, ausgeglichen.

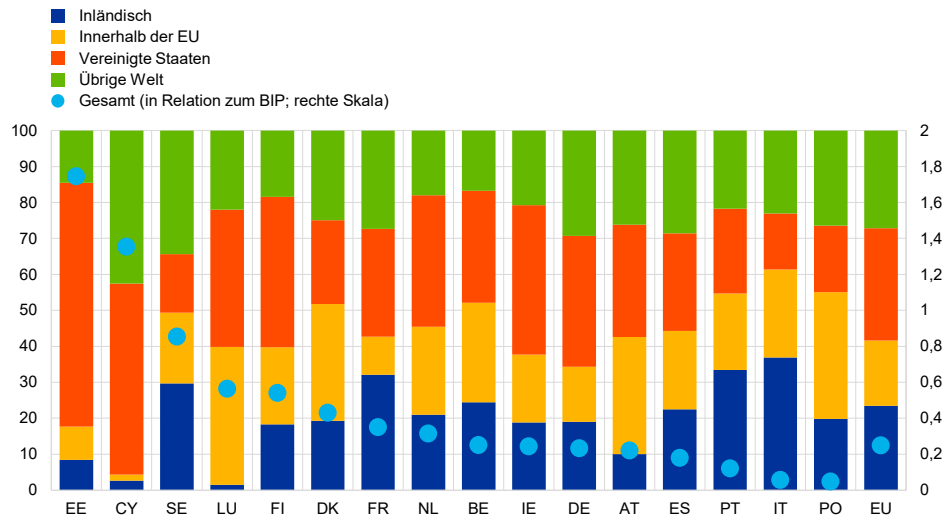
Da in der EU nur wenige Investoren Scale-up-Finanzierungen anbieten können, sind Unternehmen gezwungen, nach Finanzierungen im Ausland Ausschau zu halten.

Ausländische Investoren stellen häufig das zusätzliche Kapital bereit, das Scale-up-Unternehmen in der EU benötigen, während ausländische Übernahmen und Börsengänge in Europa die gängigsten Ausstiegsoptionen (Exit) bleiben (Fratto et al., 2024 und Abbildung B). Auch innerhalb Europas besteht eine ausgeprägte Heterogenität: Einige kleine, aber hochentwickelte Wagniskapitalmärkte wie Estland werden nach wie vor stark von US-Investoren dominiert. Erfolgreiche Start-ups in diesen Märkten zielen häufig frühzeitig auf eine globale Expansion ab, was ihren Bedarf an Investoren (wie US-Wagniskapitalfonds) mit mehr Mitteln, sektorspezifischem Fachwissen und Zugang zu internationalen Netzwerken erhöht.

Abbildung B

Aufschlüsselung des Wertes der Wagniskapitaltransaktionen in der EU nach Region der Hauptinvestoren (2019-2024)

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



Quellen: Pitchbook-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der prozentuale Anteil am gesamten Wagniskapitalvolumen basiert auf der Herkunft des Haupt- oder Alleininvestors sowie dem Gesamtwert der Transaktionen des Ziellandes als prozentualem Anteil an dessen BIP. Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von Januar 2019 bis Dezember 2024.

Wagniskapital aus dem Ausland kann zwar mehrere Vorteile mit sich bringen, aber auch Risiken für das Produktionspotenzial in Europa bergen.

Eine international diversifizierte Investorenbasis kann Kapital, Fachwissen, Netzwerke und Zugang zu globalen Märkten bereitstellen. Allerdings kann eine starke Abhängigkeit von Investoren aus Drittländern, insbesondere in späteren Phasen, zu strategischen Schwachstellen führen, insbesondere wenn lokale Scale-up-Finanzierungen nur begrenzt vorhanden sind. US-amerikanische und andere ausländische Wagniskapitalinvestoren können die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass erfolgreiche europäische Start-ups ihren Sitz, ihre Leitungsfunktionen, ihre Fachkräfte, ihr geistiges Eigentum oder ihre künftigen Börsenaktivitäten in Nicht-EU-Länder verlagern. Diese Problematik, mit der sich auch Weik et al. (2024) sowie Angeloni et al. (2026) beschäftigen, betrifft folglich nicht ausländische Investitionen an sich, sondern die Fähigkeit Europas, die wirtschaftliche Wertschöpfung jener Unternehmen im Land zu halten, die im eigenen Innovationsökosystem gegründet, aufgebaut und erstfinanziert wurden.

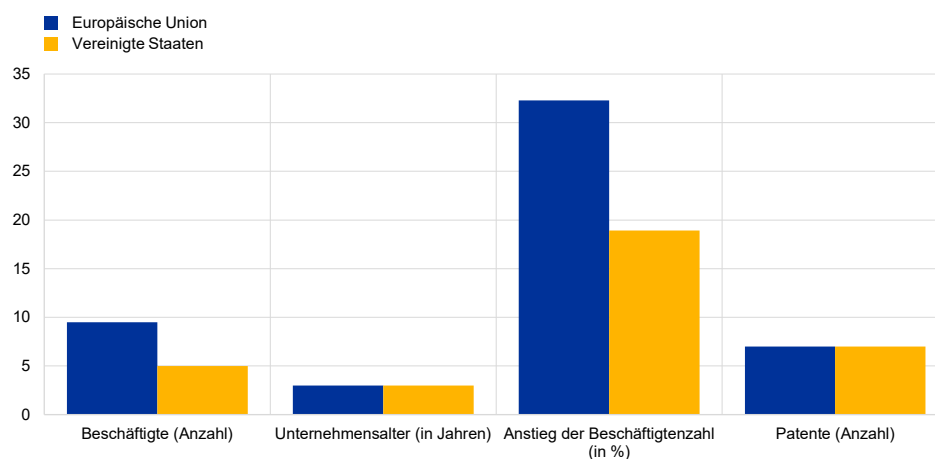
Die Daten zeigen, dass größere und schneller wachsende Unternehmen in der EU selbst bei gleicher Innovationskraft und Reife wie ihre US-Pendants nicht in der Lage sind, Wagniskapitalfinanzierungen zu erhalten. Das deutet auf höhere Hürden für die Finanzierung hin. Aus Abbildung C geht hervor, dass unter den Unternehmen, die keine Wagniskapitalfinanzierung erhalten, das Durchschnittsunternehmen in der EU fast doppelt so viele Beschäftigte zählt und rund 15 Prozentpunkte schneller wächst, während das Alter und die Patentaktivität vergleichbar sind. Daraus lässt sich schließen, dass die EU über eine recht große Menge an ausgereiften Unternehmen mit hohem Potenzial verfügt, die von vertieften und besser zugänglichen Wagniskapitalmärkten profitieren könnten. Eine Stärkung

des Wagniskapital-Ökosystems der EU könnte daher zusätzliches Wachstum freisetzen, indem mehr Unternehmen die Finanzierung erhalten, die sie für eine Expansion benötigen.

Abbildung C

Merkmale von Unternehmen mit fehlgeschlagenen Wagniskapitaltransaktionen

(Medianwerte)



Quellen: Pitchbook und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Medianwerte der Merkmale von Unternehmen, die in den Jahren von 2010 bis 2026 in der EU und in den Vereinigten Staaten mindestens eine gescheiterte Wagniskapitaltransaktion verzeichnet haben. Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von Januar 2010 bis Mai 2026.

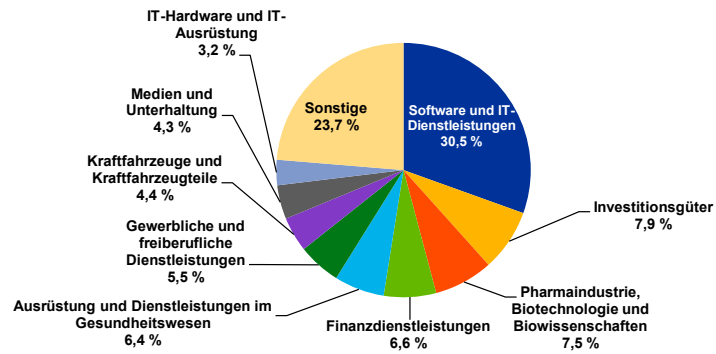
Wohin das Wagniskapital fließt, wird auch durch Unterschiede in der Branchenstruktur beeinflusst. Dies hat wiederum auch Auswirkungen auf die Fähigkeit des Wagniskapitals, wachstumsstarke Sektoren zu unterstützen. Die stärkere traditionelle industrielle Basis in Europa führt dazu, dass sich Wagniskapitalfinanzierungen weniger auf wachstumsstarke Hochtechnologiesektoren konzentrieren als in den Vereinigten Staaten. Während auf beiden Seiten des Atlantiks der größte Teil der Wagniskapitalfinanzierungen auf Software und IT-Dienstleistungen entfällt, fließt in der EU vergleichsweise mehr Kapital in Sektoren wie die Automobilindustrie und den Investitionsgüterbereich (siehe Abbildung D). Der Anteil von Wagniskapital in den Bereichen Software und IT-Dienstleistungen stagniert in der EU seit 2020, ist in den Vereinigten Staaten jedoch gestiegen, was möglicherweise zur transatlantischen Produktivitätslücke beiträgt (siehe Abbildung E und Schnabel, 2024).

Abbildung D

Anteil am Gesamtwert der Wagniskapitaltransaktionen nach Sektor der Zielunternehmen (2020-2025)

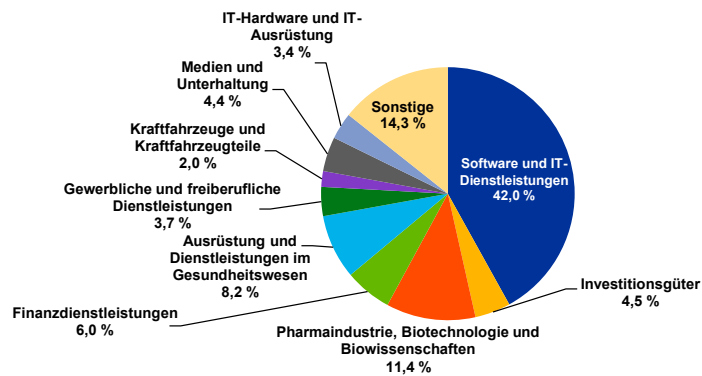
a) Europäische Union

(Anteile in %)



b) Vereinigte Staaten

(Anteile in %)



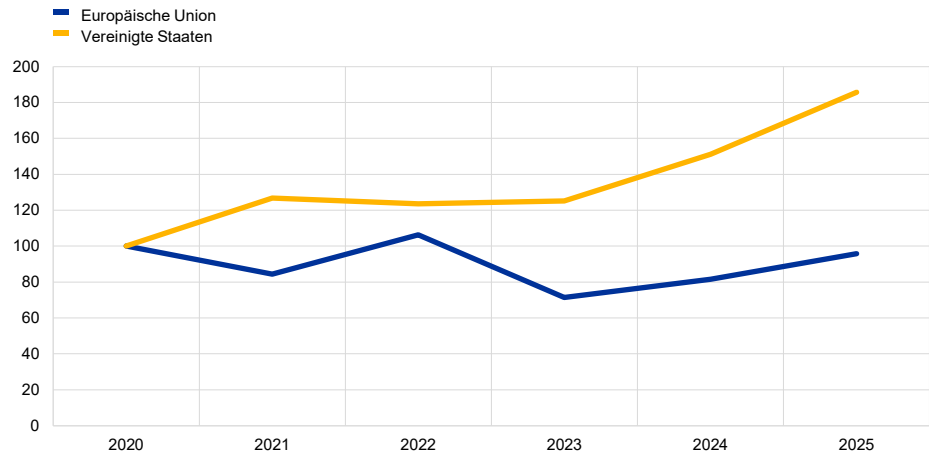
Quellen: Pitchbook-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Anteil am Wert von Wagniskapitaltransaktionen für Zielunternehmen in der EU und in den Vereinigten Staaten, aufgeschlüsselt nach den neun wichtigsten Sektoren der EU (zweite Ebene des Global Industry Classification Standard). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Abbildung E

Anteil am Gesamtwert von Wagniskapitaltransaktionen, der im Zeitverlauf in den Software- und IT-Dienstleistungssektor floss

(Index, 2020 = 100)



Quellen: Pitchbook-Daten und EZB-Berechnungen.

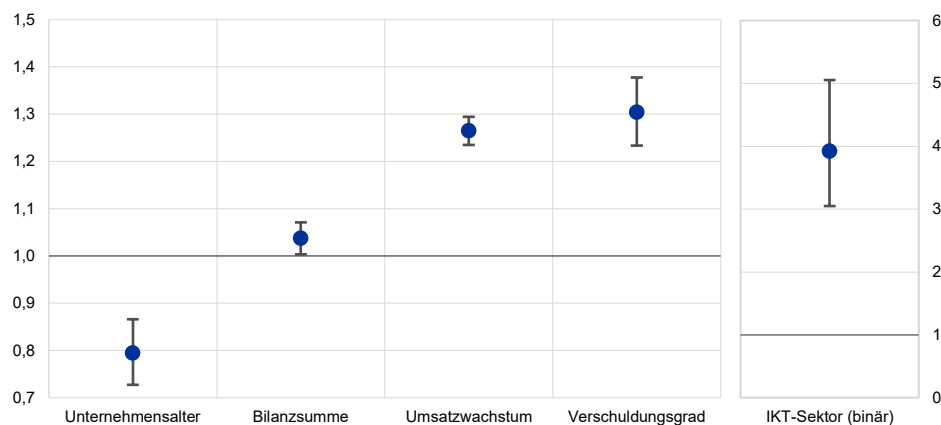
Anmerkung: Anteil am Wert der Wagniskapitaltransaktionen, der im Zeitverlauf in Software und IT-Dienstleistungen investiert wurde, für Zielunternehmen in der EU und in den Vereinigten Staaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2025.

Die Allokation von Wagniskapital fördert die Produktivität, wenn das Kapital Unternehmen in Sektoren und Phasen mit dem stärksten Skalierungspotenzial zugutekommt. Auf Unternehmensebene gewonnene Erkenntnisse zeigen, dass Wagniskapitalfinanzierungen in der EU eher an jüngere, schneller wachsende Unternehmen und an Unternehmen in Sektoren der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) gehen (siehe Abbildung F). Dies deutet darauf hin, dass das verfügbare Wagniskapital in der Regel Unternehmen unterstützt, die über die größte Kapazität verfügen, neue Technologien zu skalieren und die Produktivität zu steigern. Dass stärker fremdfinanzierte Unternehmen auch mit höherer Wahrscheinlichkeit Wagniskapital erhalten, unterstreicht die Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung, sobald Wachstumschancen über das hinausgehen, was über Verschuldung noch finanzierbar ist. Insgesamt deutet die Evidenz darauf hin, dass ein vertiefter Wagniskapitalmarkt in Europa die Produktivität steigern könnte, indem er mehr Unternehmen mit hohem Potenzial eine Expansion ermöglicht.

Abbildung F

Unternehmensmerkmale, die mit dem Erhalt von Wagniskapitalfinanzierungen verbunden sind

(Chancenverhältnis)



Quellen: Daten von Capital IQ Preqin und Orbis sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Chancenverhältnis wird durch eine logistische Regression der Unternehmen gewonnen, die erstmals Wagniskapital beziehen; Beobachtungen nach dem erstmaligen Erhalt von Wagniskapital bleiben unberücksichtigt. Die Referenzgruppe umfasst in Orbis-Daten enthaltene Unternehmen aus der EU, die (noch) kein Wagniskapital erhalten haben, unter Ausschluss von Unternehmen mit mehr als 250 Beschäftigten. Erklärende Variablen sind um ein Jahr verzögerte, standardisierte (oder binäre) Unternehmensmerkmale mit fixen Effekten für Jahr, Land und Sektor. Die grauen Linien stellen Konfidenzintervalle von 95 % dar. Die Preqin-Daten auf Transaktionsebene werden per Namensabgleich den Orbis-Daten für das jeweilige Unternehmensjahr zugeordnet, wobei 25 % der Preqin-Unternehmen erhalten bleiben. Die Stichprobe beschränkt sich auf kleine und mittlere Unternehmen mit höchstens 250 Beschäftigten. Der IKT-Sektor entspricht dem Wert 1 für Unternehmen mit IKT-bezogenen Tätigkeiten gemäß der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der EU (NACE). Ein Chancenverhältnis von über 1 weist auf eine höhere, ein Chancenverhältnis von unter 1 dagegen auf eine niedrigere Wahrscheinlichkeit hin, dass Unternehmen erstmals Wagniskapital erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2024.

Europa sollte nicht nur das Gesamtvolumen von Wagniskapital aufstocken, sondern auch die Segmente angehen, in denen die Lücken am größten sind, und gleichzeitig das allgemeine Marktumfeld verbessern, in dem Wagniskapital-Akteure operieren.

Europa benötigt größere Wagniskapitalfonds und eine breitere institutionelle Investorenbasis – darunter insbesondere Pensionseinrichtungen –, um das Volumen an Wagniskapital bereitzustellen, das Unternehmen im Zuge ihrer Expansion benötigen.² Gezielte Reformen könnten dazu beitragen, einen größeren Anteil der Ersparnisse für die Altersvorsorge in Europa in die Eigenkapitalfinanzierung, einschließlich Wagniskapital, zu lenken. Ergänzt werden sollten diese Bemühungen durch Maßnahmen zur Förderung vertiefter grenzüberschreitender Investitionen innerhalb der EU und die gezieltere Unterstützung wachstumsstarker strategischer Sektoren.³ Ganz allgemein könnte die Spar- und Investitionsunion dazu beitragen, langfristige europäische Ersparnisse zu mobilisieren und diese effektiver in innovative Unternehmen mit einem großen Skalierungspotenzial zu lenken.

² In diesem Zusammenhang könnten die Überarbeitung der EbAV-II-Richtlinie, des EU-Rahmens für Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, und mehr Klarheit über den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht dazu beitragen, die regulatorische Unsicherheit in Bezug auf Investitionen von Pensionsfonds in risikoreichere Anlageklassen zu verringern.

³ Vorschläge wie ein 28. gesellschaftsrechtliches Regime könnten die rechtliche Fragmentierung verringern und es Unternehmen und Investoren erleichtern, grenzüberschreitend zu expandieren. Desgleichen könnte die Überprüfung des Regelungsrahmens für europäische Wagniskapitalfonds dazu beitragen, das Regime für (auch größere) Fondsmanager attraktiver und zweckdienlicher zu gestalten.

Literaturverzeichnis

- Angeloni, I. und Cavallini, A. (2026), [Feasible Steps to Finance Innovation in Europe: Six Proposals to Strengthen EU Capital Markets](#), Institute for European Policymaking, Universität Bocconi, 9. Januar.
- Banu, E., Derin, T., Evrard, J., Lambert, C., Legran, D. und Schuster, W. E. (2026), [Exploring the investor landscape for venture capital](#), Financial integration and structure in the euro area 2026, EZB, 7. Mai.
- Böninghausen, B., Evrard, J., Gati, Z., Gori, S., Lambert, C., Legran, D., Schuster, W. E. und van Overbeek, F. (2025), [Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe's capital markets union](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 373.
- Fratto, C., Gatti, M., Kivernyk, A., Sinnott, E. und van der Wielen, W. (2024), [The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union](#), Economics –Thematic Studies, Europäische Investitionsbank, 24. Juli.
- Kukies, J. und Noyer, C. (2026), [Financing innovative ventures in Europe: Recommendations to close the scaleup financing gap, deepen the savings and investments union and strengthen Europe's competitiveness](#), Bundesfinanzministerium, Januar.
- Schnabel, I. (2024), [From laggard to leader? Closing the euro area's technology gap](#), Eröffnungsvorlesung des EMU Lab am Europäischen Hochschulinstitut, Florenz, 16. Februar.
- Vanacker, T. R. und Manigart, S. (2010), Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing, Small Business Economics, Bd. 35, Nr. 1, S. 53-69.
- Weik, S., Achleitner, A.-K. und Braun, R. (2024), Venture capital and the international relocation of startups, Research Policy, Bd. 53, Nr. 7.

Analyse der Auswirkungen des Nahostkriegs auf die Konsumausgaben im Euroraum

Neus Dausà i Noguera, Maria Dimou und Omiros Kouvavas

In den Monaten nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten

verschlechterte sich das Verbrauchervertrauen im Euroraum merklich. Der Index des Verbrauchervertrauens, der auf den Ergebnissen der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) basiert, sank von Februar bis April um insgesamt rund 12 Indexpunkte. Dies entsprach in etwa der Verschlechterung um 15 Indexpunkte in den ersten zwei Monaten nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. Im Mai und Juni erholte sich der Index des Verbrauchervertrauens teilweise und stieg um 3,5 Indexpunkte an. Trotzdem stellt sich nach wie vor die zentrale Frage, ob der starke anfängliche Rückgang Veränderungen des Verbraucherverhaltens widerspiegelte oder ob er vor allem ein Stimmungsschock war, der sich, sollte er sich als vorübergehend erweisen, in eher begrenztem Maße auf die tatsächlichen Konsumausgaben auswirken würde.¹ Im vorliegenden Kasten wird dieser Frage nachgegangen, indem das individuelle Verbrauchervertrauen zu den selbst gemeldeten nominalen Konsumausgaben in 16 Ausgabenkategorien in Beziehung gesetzt wird. Dabei wird zwischen Ausgaben für Güter des täglichen Bedarfs und diskretionären Ausgaben unterschieden.²

Parallel zu dieser Verschlechterung des Verbrauchervertrauens schwächte sich gemäß der CES-Umfrage vom April auch die Konsumdynamik ab.

Abbildung A zeigt die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der nominalen Konsumausgaben. Die Evidenz deutet darauf hin, dass sich die Konsumdynamik deutlich abschwächte. Nachdem die nominalen Konsumausgaben ab Mitte 2024 um durchschnittlich rund 3-4 % gestiegen waren, sank das Wachstum im April 2026 auf rund 2,5 % gegenüber dem Vorjahr.

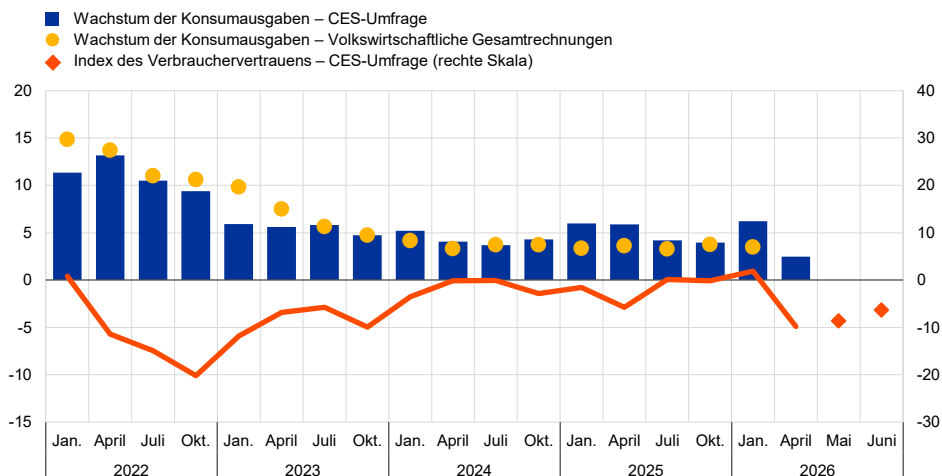
¹ Der Fachliteratur zufolge spiegelt die Prognosekraft des Verbrauchervertrauens in Bezug auf die Konsumausgaben weitgehend seine Korrelation mit wirtschaftlichen Fundamentaldaten wie den aktuellen und erwarteten Einkommen sowie der Arbeitsmarktlage wider. Die autonome Stimmungskomponente hat eine geringere, aber trotzdem nicht zu vernachlässigende Prognosekraft (Ludvigson, 2004; Carroll et al., 1994). Diesbezügliche Evidenz auf Basis der CES-Umfrage findet sich bei Baumann et al. (2025b).

² Die privaten Haushalte werden vierteljährlich gebeten, ihre im Vormonat getätigten Ausgaben in Euro anzugeben. Zu den Gütern des täglichen Bedarfs zählen Nahrungsmittel, Wohnraum und Energie (einschließlich Versorgungsleistungen und Verkehr). Die diskretionären Ausgaben umfassen beispielsweise Ausgaben für Restaurants und Cafés, Reisen und Freizeit, Gebrauchsgüter (z. B. Pkws und andere Fahrzeuge, Urlaubsbuchungen und Luxusgüter) sowie sonstige Ausgaben (etwa für Gesundheit, Bildung, Bekleidung und Schuhe und Sonstiges). Daten zu den Ausgaben für Gebrauchsgüter werden seit Januar 2021 erhoben. Um die Auswirkungen von Änderungen der Stichprobenszusammensetzung so gering wie möglich zu halten, konzentriert sich die Analyse auf die einzelnen Jahreswachstumsraten der nominalen Konsumausgaben.

Abbildung A

Wachstum der nominalen Konsumausgaben und Verbrauchervertrauen

(linke Skala: Jahreswachstumsraten; rechte Skala: Indexpunkte)



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

Anmerkung: Die blauen Balken zeigen das Wachstum der gesamten Konsumausgaben auf Basis der CES-Umfrage, während die gelben Punkte die entsprechende Jahreswachstumsrate der nominalen Konsumausgaben laut den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen darstellen. Das Wachstum der Konsumausgaben auf Basis der CES-Umfrage wird als gewichteter Mittelwert der Wachstumsraten der individuellen Konsumausgaben anhand von Umfrage-, Einkommens- und Konsumgewichten berechnet. Es basiert auf Beobachtungen innerhalb einer Standardabweichung (± 1) der zugrunde liegenden Verteilung. Bei den Beobachtungen bis einschließlich April 2026 handelt es sich um Quartalswerte, bei den Beobachtungen für Mai und Juni 2026 um Monatswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026 (Wachstum der Konsumausgaben gemäß CES-Umfrage), das erste Quartal 2026 (Wachstum der Konsumausgaben gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) bzw. Juni 2026 (Verbrauchervertrauensindex gemäß CES-Umfrage).

Hauptursache für diese Abschwächung war das schwächere Wachstum der diskretionären Ausgaben.

Abbildung B zeigt die Veränderung der Jahreswachstumsraten der Konsumausgaben für die einzelnen Ausgabenkategorien im Verhältnis zum Durchschnitt der zwölf Monate vor Ausbruch des Krieges. Die Anpassung verlief nicht einheitlich. Die diskretionären Kategorien, d. h. die Ausgaben, die sich leichter aufschieben lassen, gingen am stärksten zurück, während die nominalen Ausgaben für Energie zunahmen, was vor allem auf höhere Transportkosten, u. a. teureren Kraftstoff, zurückzuführen war. Die Ausgaben für andere Güter des täglichen Bedarfs, insbesondere für Wohnraum und Nahrungsmittel, änderten sich kaum.³ Darüber hinaus scheinen sich einkommensstärkere private Haushalte stärker angepasst zu haben als einkommensschwächere Haushalte. Dies lässt sich damit erklären, dass private Haushalte mit höherem Einkommen ihre Ausgaben leichter anpassen können. Sie können vor allem diskretionäre Anschaffungen wie Luxusbekleidung und Schuhe oder Sportausrüstung aufschieben, Reisen reduzieren oder bei Dienstleistungen sparen, die nicht unbedingt erforderlich sind, etwa Wellnessbehandlungen und ähnliche Dienstleistungen. Dagegen reduzierten einkommensschwächere private Haushalte vor allem ihre Ausgaben für Gebrauchsgüter sowie für Restaurant- und Cafébesuche. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass private Haushalte mit niedrigerem Einkommen geringere Anpassungsmöglichkeiten haben, da sie einen größeren Teil ihres Haushaltsbudgets für Güter des täglichen Bedarfs verwenden. Insgesamt scheint die Abschwächung der nominalen Konsumausgaben vor allem

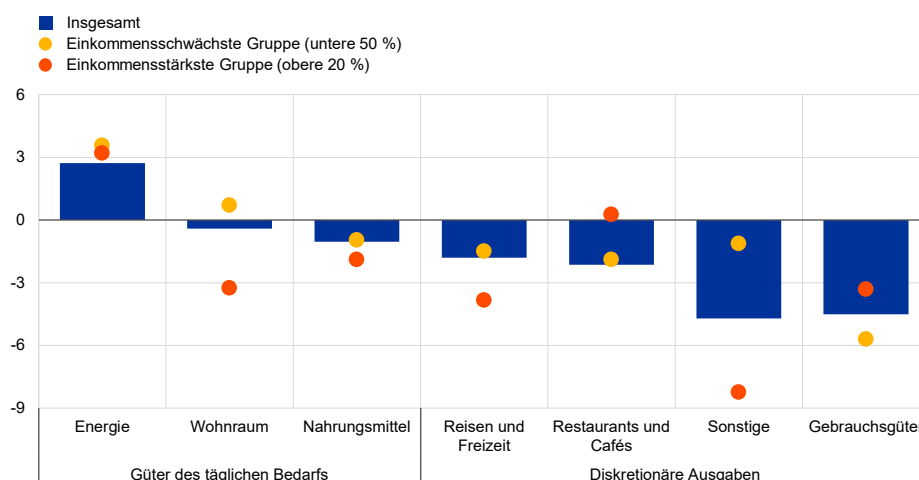
³ Dies steht im Einklang mit den Ergebnissen für die Vereinigten Staaten in Andreolli et al. (2024) und für den Euroraum in Andreolli et al. (2025) und Bobasu (2026).

auf private Haushalte zurückzuführen zu sein, die finanziell nicht eingeschränkt sind, aber aufgrund der erhöhten Unsicherheit ihre Ausgaben verschieben.⁴ Die aufgrund des Krieges im Nahen Osten gestiegenen Preise könnten zwar ebenfalls eine Rolle gespielt haben, doch die folgende Analyse deutet auf einen stimmungsbedingten Kanal hin, der auch bei Berücksichtigung des realisierten Einkommens bestehen bleibt.

Abbildung B

Abweichungen der Jahreswachstumsrate der Konsumausgaben nach Ausgabenkategorien und Einkommensgruppen

(Abweichung vom vorangegangenen Zwölfmonatsdurchschnitt in Prozentpunkten)



Quellen: CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blauen Balken zeigen die Abweichung der Jahreswachstumsrate der nominalen Konsumausgaben im April 2026 in Prozentpunkten gegenüber dem Durchschnitt der zwölf Monate vor Ausbruch des Krieges. Die Punkte zeigen die entsprechenden Abweichungen in Prozentpunkten für die einkommensschwächsten 50 % und die einkommensstärksten 20 %. Die Einkommensgruppen werden auf der Ebene der (monatlichen) nationalen Umfragewellen berechnet. Definitionen der Ausgabenkategorien finden sich in Fußnote 2.

Der Zusammenhang zwischen dem jüngsten Vertrauensschock und den Konsumausgaben war stärker, als es die historischen Muster vermuten ließen.

Anhand von Mikrodaten aus der CES-Umfrage lässt sich der Zusammenhang zwischen Veränderungen des individuellen Verbrauchervertrauens und dem Wachstum der Konsumausgaben abschätzen.⁵ Abbildung C zeigt, dass die privaten Haushalte, die einen größeren Vertrauensverlust erlitten, auch ihre Konsumausgaben stärker reduzierten. Bei einem Vertrauensverlust um 10 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr sank die Jahreswachstumsrate der nominalen Konsumausgaben im April 2026 durchschnittlich um rund 0,4 Prozentpunkte. Dieser Effekt ist deutlich größer als der geschätzte Zusammenhang über den gesamten Stichprobenzeitraum hinweg, der auf eine Verringerung um rund 0,2 Prozentpunkte hindeutet. In seiner Größenordnung ist der Effekt vergleichbar mit jenem, der nach Beginn des russischen Krieges in der Ukraine im April 2022 zu beobachten war. Dies deutet darauf hin, dass der

⁴ Private Haushalte werden als finanziell eingeschränkt eingestuft, wenn ihre Ausgaben für Güter des täglichen Bedarfs (Nahrungsmittel, Wohnraum und Versorgungsleistungen) mehr als 60 % ihres Monatseinkommens ausmachen.

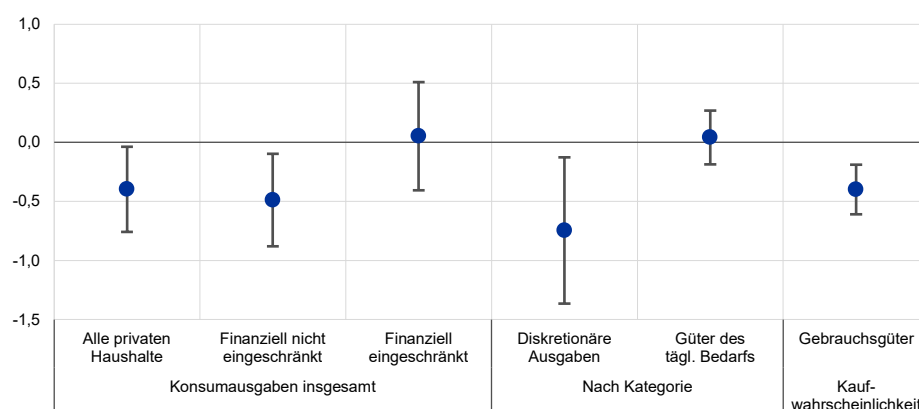
⁵ Der CES-basierte Index des Verbrauchervertrauens wird auf Ebene der einzelnen Befragten erstellt, vgl.: Baumann et al. (2025b).

Vertrauenskanal bei großen Schocks, die von den Verbrauchern weithin auch als solche wahrgenommen werden, besonders stark wirkt. In normalen Zeiten können Veränderungen des Verbrauchervertrauens teilweise auf uneindeutige Signale oder auf die idiosynkratische Wahrnehmung der privaten Haushalte zurückzuführen sein. Im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten ist der Schock jedoch weit verbreitet, stark ausgeprägt und unmittelbar mit Risiken für Energiepreise, Inflation und Realeinkommen verbunden. Daher scheint sich der Vertrauensrückgang stärker und unmittelbarer auf die Konsumausgaben auszuwirken. Ursächlich für diesen Effekt sind vor allem finanziell nicht eingeschränkte private Haushalte und diskretionäre Ausgaben. Dies untermauert die Einschätzung, dass die Abschwächung nicht auf unvermeidbare Einkommensbeschränkungen zurückzuführen ist, sondern darauf, dass private Haushalte Käufe aufschieben, wenn sie den Zeitpunkt ihrer Ausgaben flexibel wählen können.⁶

Abbildung C

Index des Verbrauchervertrauens und Wachstum der Konsumausgaben nach Ausbruch des Nahostkriegs

(Regressionskoeffizienten)



Quellen: CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt Koeffizienten aus Querschnittsregressionen, bei denen die einzelnen Jahreswachstumsraten jeder Konsumvariablen im April 2026 auf die Veränderungen des Verbrauchervertrauens im Vorjahresvergleich regressiert werden, mit fixen Effekten in Bezug auf Zeit, Land, realisiertes Einkommen, Bildung, Geschlecht und Altersgruppe. Die Koeffizienten werden für einen Rückgang des Verbrauchervertrauens um 10 Punkte angegeben. Die letzte Spalte zeigt den marginalen Effekt, der mit einem Probit-Modell berechnet wurde, bei dem eine Dummy-Variable, die die Wahrscheinlichkeit des Erwerbs eines Gebrauchsguts im Vormonat angibt, anhand derselben Variablen regressiert wird. Die Antennen markieren Konfidenzintervalle von 90 %.

Wahrgenommene Realeinkommensverluste könnten ein zusätzliches

Abwärtsrisiko darstellen. Im April wurden die CES-Umfrageteilnehmer auch gefragt, wie sich die Realeinkommen in einem Szenario, in dem der Krieg im Nahen Osten zu einer anhaltenden Inflation führt, ihren Erwartungen zufolge entwickeln

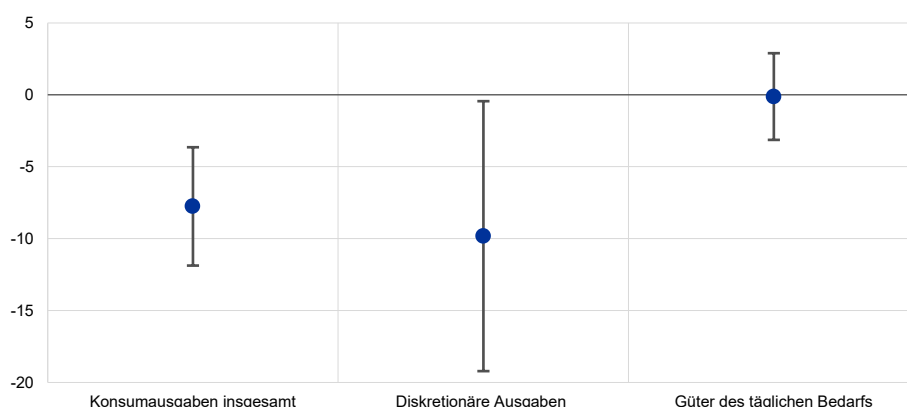
⁶ Der in diesem Kasten dokumentierte Zusammenhang zwischen individuellem Verbrauchervertrauen und Konsumausgaben basiert auf den nach einem Schock auftretenden Veränderungen der Verbraucherstimmung und deren Zusammenhang mit dem tatsächlichen Konsum, wobei individuelle Merkmale berücksichtigt werden. Er unterscheidet sich daher von den auf einem allgemeinen Gleichgewichtsmodell basierten Konsumreaktionen, die unter rationalen Erwartungen in quantitativen HANK-Modellen abgeleitet werden, bei denen die aggregierten Konsumreaktionen typischerweise dem Kanal der Realeinkommen zugeordnet werden, vgl.: Bobasu und Dobrew (2026).

würden.⁷ Rund 40 % der Befragten gaben an, dass sie keinen Aufholprozess der Realeinkommen erwarteten. Dies ist für die Konsumdynamik relevant, da die Hypothese eines permanenten Einkommens besagt, dass private Haushalte ihre Konsumausgaben wahrscheinlich stärker anpassen, wenn sie Einkommensverluste als dauerhaft und nicht als temporär wahrnehmen. Die in der Vergangenheit gewonnene Evidenz steht mit diesem Mechanismus im Einklang (Baumann et al., 2025a). Abbildung D zeigt, dass die privaten Haushalte, die mit dauerhaften Realeinkommensverlusten rechnen, ihre Ausgaben bereits stärker angepasst haben. Dies deutet auf ein wichtiges Risiko hin: Falls die privaten Haushalte die kriegsbedingten Realeinkommensverluste als dauerhaft wahrnehmen und mit einer geringeren realen Kaufkraft in Verbindung bringen, könnte sich die anfängliche stimmungsbedingte Abkühlung verfestigen.

Abbildung D

Erwartete dauerhafte Realeinkommensverluste und Wachstum der Konsumausgaben

(Veränderung der Jahreswachstumsrate in Prozentpunkten)



Quellen: CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt Koeffizienten aus Differenz-von-Differenzen-Regressionen, bei denen die einzelnen Jahreswachstumsraten der Konsumausgaben im April 2026 auf eine Dummy-Variable von 1 regressiert werden, wenn die Befragten angaben, dass sie kein späteres Aufholen ihres Realeinkommens erwarten. Die Regressionen umfassen zeit- und länderspezifische sowie individuelle Kontrollvariablen. Die Antennen markieren Konfidenzintervalle von 90 %.

Insgesamt deutet der enge Zusammenhang zwischen Verbrauchervertrauen und Wachstum der Konsumausgaben darauf hin, dass die Konsumausgaben erneut unter Druck geraten könnten, falls sich die jüngste Erholung des Vertrauens als vorübergehend erweisen sollte. Der Vertrauensschock im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten scheint die Nachfrage gedämpft zu haben. Dies könnte die zugrunde liegende Konsumdynamik belasten. Zusätzliche Abwärtsrisiken könnten eintreten, wenn die privaten Haushalte die aus dem Krieg resultierenden Realeinkommensverluste als dauerhaft wahrnehmen. Da jedoch die Anpassung der Konsumausgaben überwiegend eher von der Stimmung als vom Einkommen bestimmt zu sein scheint, könnte es zu einer Trendumkehr kommen,

⁷ Die Frage lautete: „Angenommen, der Krieg im Nahen Osten führt dazu, dass die Preise in dem Land, in dem Sie derzeit leben, in den nächsten zwölf Monaten nachhaltig steigen. Wie würde sich in diesem Szenario Ihr persönliches Nettoeinkommen aus Ihrer Haupteinkommensquelle Ihrer Einschätzung nach entwickeln?“ Die möglichen Antworten lauteten: a) ich erwarte eine Aufholung bereits ab 2026, b) ich erwarte eine Aufholung ab 2027, c) ich erwarte eine Aufholung frühestens ab 2028, d) ich gehe von keiner Aufholung meines persönlichen Nettoeinkommens aus.

sollte sich die Situation im Nahen Osten entspannen und die Vertrauensberholung von Dauer sein. In diesem Fall könnte ein Teil der diskretionären Ausgaben, die zuvor verschoben wurden, nun doch noch getätigt werden. Die zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments vorliegenden aktuellen Daten deuten auf eine teilweise Verbesserung des Verbrauchervertrauens im Euroraum hin.⁸ Gleichwohl ist das Vertrauen nach wie vor deutlich niedriger als vor Kriegsbeginn, und die Konjunkturaussichten sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Literaturverzeichnis

Andreolli, M., Rickard, N. und Surico, P. (2024), [Non-Essential Business Cycles](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 19773, 15. Dezember.

Andreolli, M., Rickard, N., Surico, P. und Vergeat, C. (2025), [Discretionary Spending is the Cycle, and Why it Matters for Monetary Policy](#), Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses – ECB Forum on Central Banking, 30. Juni bis 2. Juli 2025, EZB, Frankfurt am Main.

Baumann, A., Caprari, L., Kocharkov, G. und Kouvavas, O. (2025a), [Steigen die Realeinkommen oder nicht? Wahrnehmung der privaten Haushalte und deren Bedeutung für den Konsum](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2025.

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. und Kouvavas, O. (2025b), [Verbrauchervertrauen und Konsumentscheidungen der privaten Haushalte](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2025.

Bobasu, A., (2026), Wirkt sich Unsicherheit unterschiedlich auf die Ausgaben der privaten Haushalte für Waren und für Dienstleistungen aus?, Kasten 2, in: Andersson, M., Bobasu, A., Saiz, L. und Scrofanì, S., Die Kosten des Nichtwissens: Wie Unsicherheit die Wirtschaft des Euroraums belastet, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2026.

Bobasu, A. und Dobrew, M. (2026), Ungleichmäßige Auswirkungen der Energiepreise auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte, Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2026.

Carroll, C. D., Fuhrer, J. C. und Wilcox, D. W. (1994), Does Consumer Sentiment Forecast Household Spending? If So, Why?, The American Economic Review, Bd. 84, Nr. 5, S. 1397-1408.

Ludvigson, S. C. (2004), Consumer Confidence and Consumer Spending, Journal of Economic Perspectives, Bd. 18, Nr. 2, S. 29-50.

⁸ Siehe beispielsweise die [Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für Juni 2026](#).

Ungleichmäßige Auswirkungen der Energiepreise auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte

Alina Bobasu und Michael Dobrew

Durch den Krieg im Nahen Osten haben sich die realen Energiepreise stark erhöht, was die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum belasten dürfte. Dieser Konflikt hat erneut deutlich gemacht, wie anfällig der Euroraum gegenüber Energiepreisschocks ist. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent stiegen nach Ausbruch des Krieges Ende Februar merklich an. Gründe hierfür waren Störungen der Rohölversorgung durch die Straße von Hormus und eine rückläufige Ölförderung im Nahen Osten. Für den Euroraum als großen Nettoimporteur von Energie bedeutet ein solcher Schock einen effektiven Transfer von Realeinkommen an die übrige Welt – eine wirtschaftliche Belastung, die nicht auf alle privaten Haushalte gleichmäßig verteilt ist.¹ Im vorliegenden Kasten werden die Mechanismen untersucht, die den aggregierten und verteilungspolitischen Auswirkungen von Energiepreisschocks auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Euroraum zugrunde liegen. Hierfür wird ein quantitatives neoklassisches Modell mit heterogenen Haushalten („Agenten“) verwendet.

Steigende Energiepreise wirken sich auf die Terms of Trade energieimportierender Volkswirtschaften aus und schmälern die Kaufkraft. In einer großen offenen Volkswirtschaft, die Nettoimporteur von Energie ist, wie zum Beispiel dem Euroraum, wirkt ein Energiepreisschock wie ein Transfer von Realeinkommen an die übrige Welt, wodurch sich die Terms of Trade verschlechtern und die Realeinkommen sinken.² Wie Abbildung A zeigt, ging der starke Anstieg der realen Energiepreise von ihrem Tiefstand 2020 mit einer merklichen Verschlechterung der Terms of Trade einher, was auf die steigenden Kosten importierter Energierohstoffe im Vergleich zu inländisch produzierten Gütern zurückzuführen war.³ Diese Verschlechterung belastete das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte erheblich und wirkte sich entsprechend negativ auf die privaten Konsumausgaben aus.

¹ Obwohl ausländische Energiepreisschocks von den verschiedenen Wirtschaftssektoren unterschiedlich absorbiert werden, konzentriert sich dieser Kasten angesichts der Heterogenität innerhalb des verwendeten Modells auf den Sektor der privaten Haushalte. Siehe auch Battistini et al. (2026).

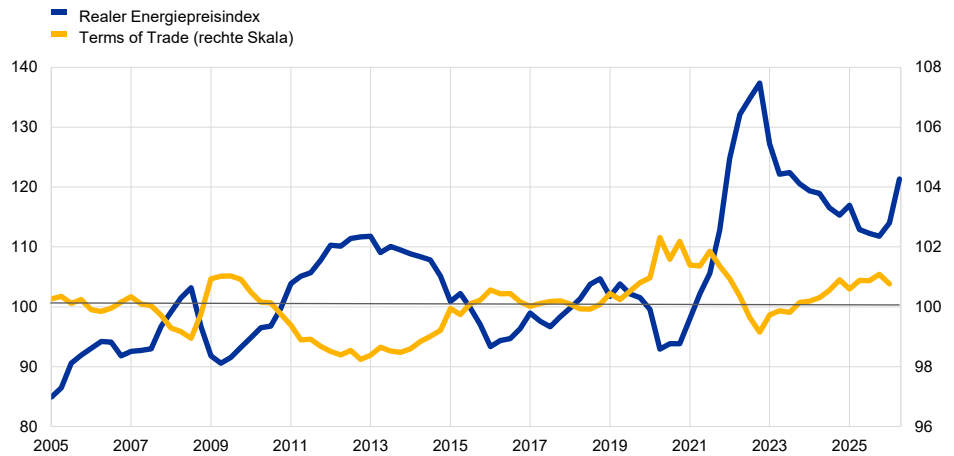
² Siehe auch Arce et al. (2026).

³ Siehe auch Bokan et al. (2018) und Battistini et al. (2023).

Abbildung A

Realer Energiepreisindex und Terms of Trade

(2015 = 100)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der „reale Energiepreisindex“ ist der Quotient aus der HVPI-Energiekomponente und dem HVPI insgesamt. Die Terms of Trade werden durch den Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben approximiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (Terms of Trade) bzw. auf das zweite Quartal 2026 (realer Energiepreisindex).

Es bestehen sehr große Unterschiede darin, wie stark die privaten Haushalte diese negativen Auswirkungen auf die Terms of Trade und die Realeinkommen spüren, weil einkommensschwächere Haushalte einen größeren Anteil ihres Budgets für Energie ausgeben und ihnen weniger Mittel zur Verfügung stehen, um solche Preisschocks abzufedern.⁴ Das unterste Einkommensquintil gibt rund 9 % seines verfügbaren Einkommens für Energie aus, verglichen mit einem Durchschnitt von etwa 5,5 % (siehe Abbildung B, Grafik a). Diese Haushalte sind auch weniger in der Lage, solche Preisschocks abzufedern, weil sie eine negative Sparquote aufweisen – im unteren Einkommensquintil beträgt der Medianwert ungefähr -5,8 % des verfügbaren Einkommens. Sie verfügen daher nicht über die notwendigen Ersparnisse, um ihren Konsum zu glätten, und sind fast ausschließlich auf das Arbeitseinkommen angewiesen, was sie besonders anfällig für negative Wachstumseffekte macht (siehe Abbildung B, Grafik b).

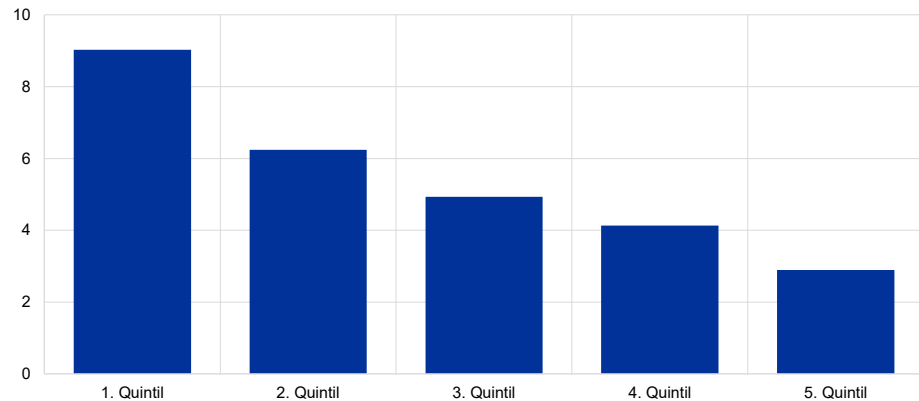
⁴ Siehe beispielsweise Battistini et al. (2022) und Bobasu et al. (2025).

Abbildung B

Energieausgaben und Ersparnisse privater Haushalte

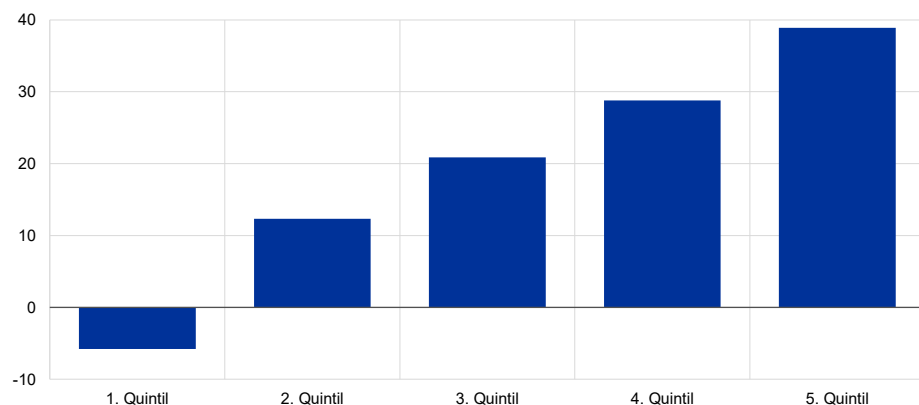
a) Energieausgaben nach Einkommensquintil der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens)



b) Ersparnisse nach Einkommensquintil der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Verteilungsstatistiken aus der [Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte](#) und auf den experimentellen Statistiken aus den von Eurostat bereitgestellten Datensätzen zu [Einkommen, Verbrauch und Vermögen](#). Die Angaben beziehen sich auf Jahresdurchschnittswerte für 2020.

Wir verwenden ein auf den Euroraum kalibriertes quantitatives neoklassisches Modell mit heterogenen Haushalten („Agenten“), um zu überwachen, wie sich die Ersparnisse der Privathaushalte in einer dynamischen Konsumreaktion niederschlagen.⁵ Dieses Modell behandelt

Energie sowohl als Konsumgut als auch als Produktionsfaktor. Es beruht auf der Annahme, dass die gesamte benötigte Energie importiert wird, sodass jeder Preisanstieg unmittelbar zu einem Kaufkraftverlust im Inland führt. Private Haushalte unterscheiden sich nach ihrem Einkommen und Vermögen. Somit wenden sie auch einen unterschiedlich hohen Anteil ihres Budgets für Energie auf.

Einkommensschwächere Haushalte geben dabei relativ betrachtet mehr für Energie aus als einkommensstärkere Haushalte. Das Modell ist so kalibriert, dass es diese Merkmale sowie den signifikanten Anteil privater Haushalte im Euroraum

⁵ Ein Modell mit repräsentativen Agenten würde nicht erkennen, wie ungleichmäßig sich Preisschocks auswirken, weil es die Heterogenität der Privathaushalte ausblendet.

widerspiegelt, die nur geringe oder gar keine Ersparnisse haben. Infolgedessen ist die Liquidität einiger privater Haushalte beschränkt, und sie können daher ihren Konsum im Zeitverlauf nicht glätten, was zu einer höheren marginalen Konsumneigung aus dem aktuellen Arbeitseinkommen führt.⁶ Wir kalibrieren einen Energiepreisschock so, dass er dem Anstieg des realen Energiepreisindex im zweiten Quartal 2026 gegenüber dem Durchschnittswert dieses Preisindex von 2025 entspricht. Unsere Analyse beruht auf der Annahme, dass die Realzinsen unverändert bleiben. Wir konzentrieren uns daher auf die Frage, wie sich der Energiepreisschock über das Arbeitseinkommen und die relativen Preiskanäle auf den Konsum überträgt.

Der Energiepreisschock hat eindeutig eine rezessive Wirkung. Er dämpft die aggregierten Konsumausgaben vor allem durch Verluste beim real verfügbaren Einkommen. Da im Euroraum die meisten Energierohstoffe importiert werden, wirken die gestiegenen Energiepreise wie ein Einkommenstransfer an die übrige Welt. Dieser Transfer muss wiederum auf die Privathaushalte und die Unternehmen im Inland verteilt werden. Da Energie und Arbeit komplementäre Produktionsfaktoren sind, können Unternehmen die teurere Energie nicht ohne Weiteres durch Alternativen ersetzen. Deshalb fahren sie stattdessen ihre Produktion und ihre Nachfrage nach Arbeitskräften zurück. Dies führt zu geringeren Reallöhnen und einem niedrigeren Beschäftigungsniveau, wodurch sich der anfängliche Einkommensverlust noch verstärkt (siehe Abbildung C). Rund 80 % des Rückgangs der aggregierten Konsumausgaben sind auf diese indirekten Realeinkommenseinbußen zurückzuführen, und nur 20 % auf den direkten Kaufkraftverlust aufgrund der gestiegenen Energiepreise. Wichtig ist, dass das Modell andere Vertrauens- und Unsicherheitskanäle ausklammert, die – abhängig vom allgemeinen wirtschaftlichen und geopolitischen Kontext – die Transmission des Energiepreisschocks verstärken oder verändern können.⁷

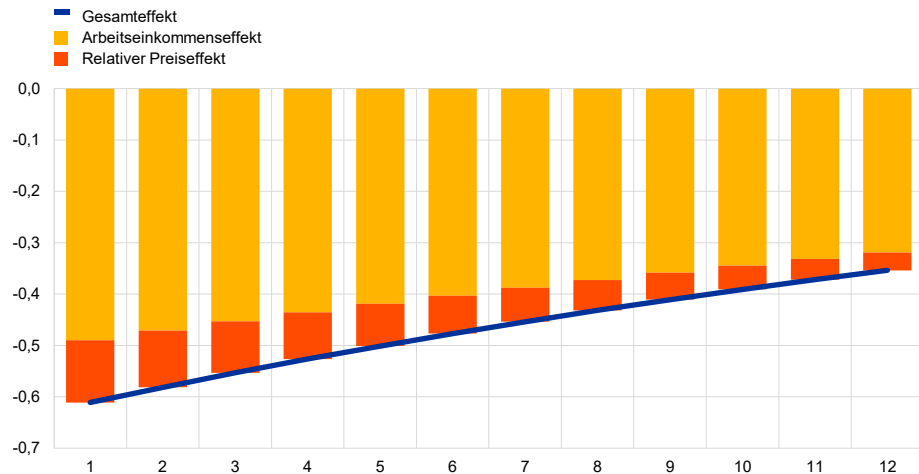
⁶ Als liquiditätsbeschränkt gelten im vorliegenden Kasten die Privathaushalte im untersten Vermögensquintil, die nur über wenige oder gar keine liquiden Vermögenswerte verfügen und überwiegend auf ihr Arbeitseinkommen angewiesen sind. Private Haushalte ohne Liquiditätsbeschränkungen sind dagegen solche, die über ein ausreichendes Vermögen verfügen, um ihren Konsum im Zeitverlauf glätten zu können. Die in Abbildung B dargestellte deskriptive Statistik klassifiziert die privaten Haushalte nach Einkommensquintil. Das Modell ist jedoch darauf kalibriert, die Vermögensverteilung widerzuspiegeln.

⁷ Siehe Andersson et al. (2026) im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung C

Reaktion der aggregierten Konsumausgaben auf höhere Energiepreise

(Abweichung von der Basislinie in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Aufgliederung der Reaktion der aggregierten Konsumausgaben auf einen realen Energiepreisschock. Dieser Schock ist so kalibriert, dass er dem Anstieg des realen Energiepreisindex im zweiten Quartal 2026 gegenüber dem Durchschnittswert dieses Preisindex von 2025 entspricht. Der „Arbeitseinkommenseffekt“ spiegelt Veränderungen der Konsumausgaben wider, die sich aus Veränderungen der Reallöhne und der Beschäftigung ergeben. Der „relative Preiseffekt“ erfasst Konsumänderungen infolge einer Veränderung der relativen Energiepreise. Weitere Einzelheiten finden sich auch in Anhang B bei Bobasu et al. (2025). Die x-Achse zeigt die Quartale nach dem anfänglichen Schock.

Hinter dem Rückgang der aggregierten Konsumausgaben verbergen sich erhebliche Unterschiede, wobei liquiditätsbeschränkte Privathaushalte eine unverhältnismäßig größere Last tragen.

Liquiditätsbeschränkte Privathaushalte sind von höheren Energiepreisen besonders stark betroffen, da hier zwei sich gegenseitig verstärkende Kanäle wirken.⁸ Erstens macht Energie für diese privaten Haushalte einen größeren Anteil ihrer Gesamtausgaben aus. Da sie häufig nahe am Existenzminimum leben, können sie bei ihrem Energiebedarf nicht ohne Weiteres auf Alternativen ausweichen. Steigende Energiepreise beanspruchen daher einen größeren Anteil ihres verfügbaren Einkommens als bei Haushalten ohne Liquiditätsbeschränkungen. Zweitens sind liquiditätsbeschränkte Privathaushalte stärker auf das Arbeitseinkommen angewiesen und verfügen in der Regel über weniger Ersparnisse. Damit sind sie kaum in der Lage, ihren Konsum im Zeitverlauf zu glätten, da sowohl das Beschäftigungsniveau als auch die Löhne sinken. Privathaushalte ohne Liquiditätsbeschränkungen können hingegen auf mehr Einkommensquellen zurückgreifen und verfügen in der Regel über ausreichende Ersparnisse, um einen solchen Schock abzufedern. Infolgedessen sinkt beim anfänglichen Schock der Konsum der liquiditätsbeschränkten Privathaushalte doppelt so stark (um rund 1,4 %) wie der Konsum der Privathaushalte ohne Liquiditätsbeschränkungen (nur um 0,7 %). Dies unterstreicht die regressive Wirkung von Energiepreisschocks auf den privaten Konsum (siehe Abbildung D).⁹

⁸ Siehe auch Bobasu et al. (2024).

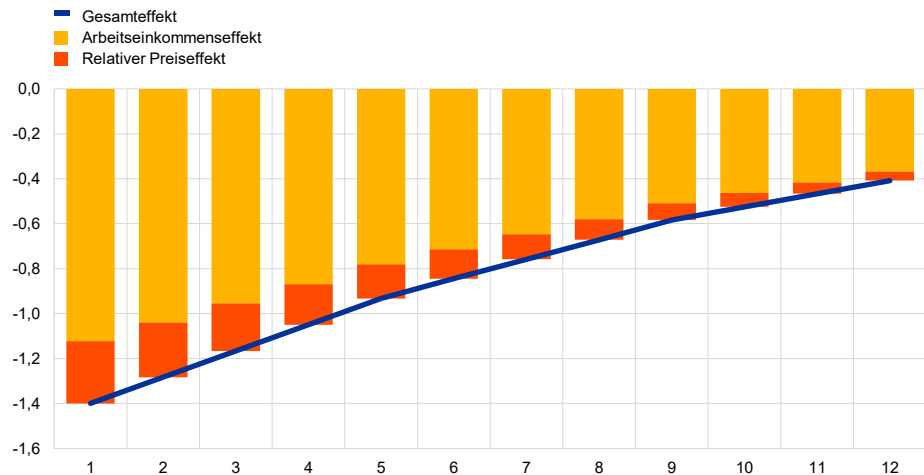
⁹ Diese Analyse blendet andere Wirkungskanäle wie etwa Unsicherheits- oder Vertrauenskanäle aus. Eine Analyse, wie sich die Auswirkungen eines geringen Vertrauens in den aggregierten und verteilungsspezifischen Ausgaben niederschlagen, findet sich in Dausà i Noguera et al. (2026) im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung D

Zerlegung der Konsumreaktion privater Haushalte mit und ohne Liquiditätsbeschränkungen auf höhere Energiepreise

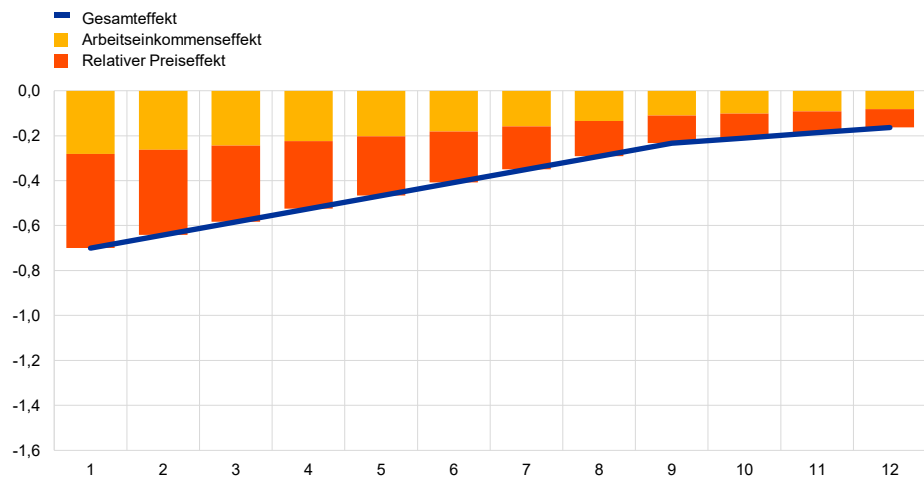
a) Liquiditätsbeschränkte Privathaushalte

(Abweichung vom Gleichgewichtszustand in %)



b) Privathaushalte ohne Liquiditätsbeschränkungen

(Abweichung vom Gleichgewichtszustand in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Zerlegung der Konsumreaktion der privaten Haushalte mit und ohne Liquiditätsbeschränkungen bei einem neutralen geldpolitischen Kurs. Liquiditätsbeschränkte Privathaushalte sind die Haushalte im untersten Vermögensquintil, während Privathaushalte ohne Liquiditätsbeschränkungen diejenigen im zweithöchsten Vermögensquintil sind. Der Energiepreisschock ist so kalibriert, dass er dem Anstieg des realen Energiepreisindex im zweiten Quartal 2026 gegenüber dem Durchschnittswert dieses Preisindex von 2025 entspricht. Der „Arbeitseinkommenseffekt“ spiegelt Veränderungen der Konsumausgaben wider, die sich aus Veränderungen der Reallöhne und der Beschäftigung ergeben. Der „relative Preiseffekt“ erfasst Konsumänderungen infolge einer Veränderung der relativen Energiepreise. Die x-Achse zeigt die Quartale nach dem anfänglichen Schock.

Die höheren Energiepreise nach dem Ausbruch des Krieges im Nahen Osten wirken sich tendenziell regressiv auf das Budget der privaten Haushalte aus, was wiederum die Art und Weise beeinflusst, wie sich der Preisschock auf die aggregierten Konsumausgaben überträgt. Da die meisten Energierohstoffe im Euroraum importiert werden, wirken die gestiegenen Energiepreise wie ein Einkommenstransfer an die übrige Welt, was die privaten Haushalte ungleich stark

belastet.¹⁰ Sollten die Energiepreise auf einem erhöhten Niveau bleiben, dürfte dieser Verteilungsdruck die Reaktion der aggregierten Konsumausgaben beeinflussen. Zugleich scheinen andere Vertrauens- und Unsicherheitskanäle bei der Transmission des jüngsten Energiepreisschocks eine wichtige Rolle zu spielen, da der Krieg im Nahen Osten zu einer Zunahme der geopolitischen Unsicherheit geführt hat.¹¹ Während die gemeinsame Absichtserklärung zwischen den USA und dem Iran die Aussicht auf eine nachhaltige Umkehr der Ölpreisentwicklung zunächst verbesserte und damit den Kaufkraftverlust und dessen Auswirkungen auf die privaten Konsumausgaben abmilderte, haben die jüngsten Entwicklungen diese Aussichten allerdings schon wieder eingetrübt. Folglich dürften die Energiepreise länger erhöht bleiben und die Realeinkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte weiterhin belasten.

Literaturverzeichnis

Andersson, M., Bobasu, A., Saiz, L. und Scrofani, S. (2026), Die Kosten des Nichtwissens: Wie Unsicherheit die Wirtschaft des Euroraums belastet, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2026.

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.

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

Battistini, N., Di Nino, V., Dossche, M. und Kolndrekaj, A. (2022), [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), EZB, Wirtschaftsbericht 3/2022.

Battistini, N., Bobasu, A. und Gareis, J. (2023), [Wer zahlt die Zeche? Die ungleichen Auswirkungen des jüngsten Energiepreisschocks](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2023.

Battistini, N., Bobasu, A., Dinis Rigato, R. und Kase, H. (2026), [Energiesparen angesagt: Wie sich der Krieg im Nahen Osten auf die Ersparnisse der privaten Haushalte und die Wirtschaft auswirken könnte](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 3/2026.

Bobasu, A., Charalampakis, E. und Kouvavas, O. (2024), [Wie haben die privaten Haushalte in Anbetracht der hohen Inflation ihr Konsum- und Sparverhalten angepasst?](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2024.

¹⁰ Gleichzeitig können gezielte finanzpolitische Maßnahmen für eine gewisse Entlastung sorgen und die Belastungen abmildern, denen sich die liquiditätsbeschränkten Privathaushalte gegenübersehen. Siehe Bankowski et al. (2023).

¹¹ Siehe Dausà i Noguera et al. (2026) und Gareis (2026).

Bobasu, A., Dobrew, M. und Repele, A. (2025), [Energy price shocks, monetary policy and inequality](#), European Economic Review, Bd. 175, Artikel 104986.

Bokan, N., Dossche, M. und Rossi, L. (2018), [Ölpreise, Terms of Trade und private Konsumausgaben](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2018.

Dausà i Noguera, N., Dimou, M. und Kouvavas, O. (2026), Analyse der Auswirkungen des Nahostkriegs auf die Konsumausgaben im Euroraum, Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2026.

Gareis, J. (2026), [Höhere Ölpreise infolge des Krieges im Nahen Osten: Bewertung der nachteiligen Auswirkungen auf das Wachstum im Euroraum](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2026.

Beschäftigung junger Menschen bei nachlassender Arbeitskräftenachfrage

David Chaloupka und António Dias da Silva

Im vorliegenden Kasten werden die aktuellen Trends im Euroraum analysiert, um Erkenntnisse über die jüngste Verschlechterung der

Beschäftigungsaussichten für junge Erwerbspersonen zu gewinnen. Seit dem Aufkommen generativer künstlicher Intelligenz (KI) im Jahr 2023 hat die Besorgnis bezüglich der Beschäftigungschancen junger Menschen erheblich zugenommen. Einer häufig vertretenen These zufolge führen Fortschritte bei der KI dazu, dass Stellen für Berufseinsteiger wegfallen und die Beschäftigungsmöglichkeiten junger Erwerbspersonen dadurch eingeschränkt werden. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, inwieweit konjunkturelle oder eher strukturelle Faktoren die Entwicklung am Arbeitsmarkt im Euroraum beeinflussen.

Die seit 2023 zu beobachtende Abkühlung des Arbeitsmarkts im Euroraum hat sich auf junge Erwerbspersonen stärker ausgewirkt als auf die gesamte

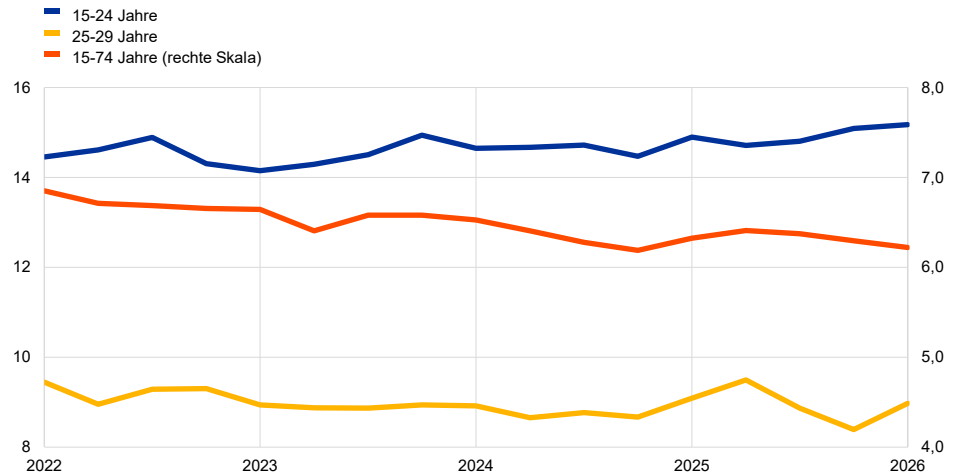
Erwerbsbevölkerung. Das Verhältnis der Jugendarbeitslosenquote zur Gesamtarbeitslosenquote stieg im ersten Quartal 2026 auf 2,4, verglichen mit 2,1 im ersten Quartal 2023. Darin kommt zum Ausdruck, dass sich die Arbeitsmarktlage für junge Erwerbspersonen in relativer Betrachtung verschlechtert hat. In diesem Zeitraum sank die Arbeitslosenquote im Euroraum (d. h. der Erwerbspersonen im Alter von 15 bis 74 Jahren) um 0,3 Prozentpunkte auf 6,3 % (siehe Abbildung A, Grafik a). Dagegen lag die Jugendarbeitslosenquote (d. h. der Erwerbspersonen im Alter von 15 bis 24 Jahren) im ersten Quartal 2026 bei 15,1 % und damit 0,6 Prozentpunkte über dem Durchschnitt des Jahres 2023. Dies deutet darauf hin, dass junge Erwerbspersonen im Verhältnis weniger stark von der allgemeinen Verbesserung am Arbeitsmarkt profitiert haben, die im genannten Zeitraum zu verzeichnen war. Untermauert wird dies durch die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung. Die Zahl der jungen Erwerbspersonen erhöhte sich im Zeitraum vom ersten Quartal 2023 bis zum ersten Quartal 2026 lediglich um 0,5 %, verglichen mit einem Wert von 2,6 % für die gesamte Erwerbsbevölkerung. Zugleich sank die Erwerbsbeteiligung junger Menschen um 0,8 Prozentpunkte, obwohl die gesamtwirtschaftliche Erwerbsbeteiligung in ähnlichem Umfang zunahm. In der Altersgruppe der 25- bis 29-Jährigen, bei denen die Arbeitsmarktbindung deutlich höher ist, stieg die entsprechende Arbeitslosenquote von 8,9 % im ersten Quartal 2023 auf 9,0 % im ersten Quartal 2026. Auch das Beschäftigungswachstum hat sich bei jungen Erwerbstätigen erheblich verlangsamt und war in den letzten Quartalen sogar negativ, nachdem es bis Mitte 2023 relativ stark zugenommen hatte (siehe Abbildung A, Grafik b). Bei den 25- bis 29-Jährigen hat es sich in den letzten Quartalen dagegen erhöht.

Abbildung A

Arbeitslosenquote und Beschäftigungswachstum nach Altersgruppe

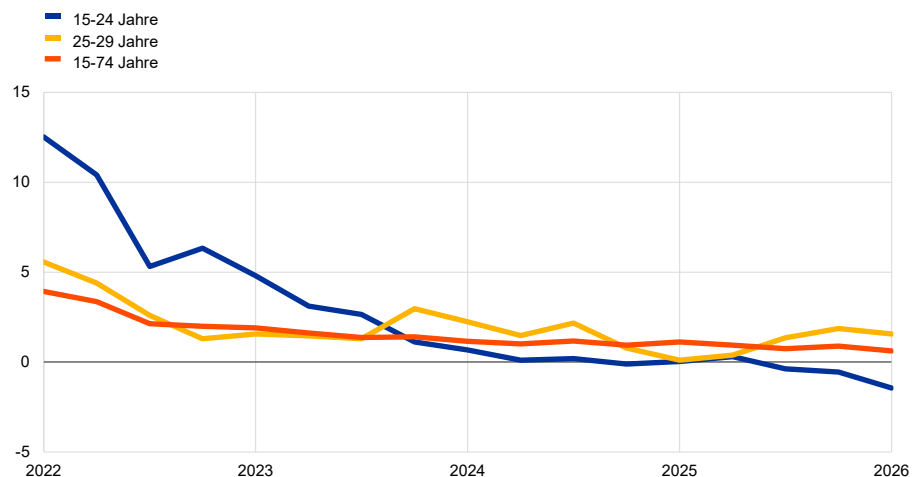
a) Arbeitslosigkeit

(in % der Erwerbspersonen)



b) Beschäftigung

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026. Es handelt sich um saisonbereinigte vierteljährliche Daten.

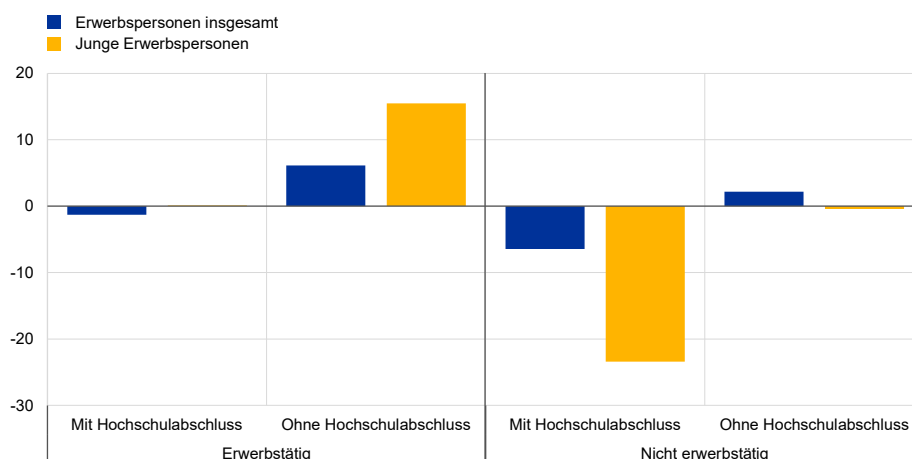
Die ungünstigere Arbeitsmarktentwicklung bei jungen Erwerbspersonen spiegelt sich in der Wahrnehmung ihrer Beschäftigungsaussichten wider.

In der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Oktober 2025 wurde abgefragt, ob der Zeitpunkt gut oder schlecht sei, um einen Arbeitsplatz zu finden. Die meisten Befragten gaben an, dass sich die Bedingungen für die Stellensuche gegenüber dem Vorjahr nicht verschlechtert hätten. Nichterwerbstätige mit Hochschulabschluss schätzten die Bedingungen deutlich schlechter ein. Bei jungen Nichterwerbstätigen mit Hochschulabschluss lag der Nettosaldo zwischen positiven und negativen Antworten bei -23 %, während Erwerbstätige ohne Hochschulabschluss die Lage tendenziell weniger negativ sahen (siehe Abbildung B). Hochqualifizierte junge Menschen führten ihre negativere

Einschätzung vor allem darauf zurück, dass es dem Empfinden nach weniger geeignete Stellen gebe. Dagegen wurden die allgemeine Wirtschaftslage und die angebotenen Löhne von jungen Erwerbspersonen mit und ohne Hochschulabschluss weitgehend ähnlich beurteilt.

Abbildung B
Arbeitsmarktaussichten

(Saldo; in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf den in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Oktober 2025 gegebenen Antworten auf die Frage: „Verglichen mit dem entsprechenden Vorjahreszeitraum, ist es Ihrer Meinung nach ein guter oder ein schlechter Zeitpunkt, um einen Arbeitsplatz zu finden?“.

Junge Erwerbspersonen sind im Allgemeinen tendenziell stärker von einer Verschlechterung der Wirtschaftslage betroffen. Schwächt sich die Konjunktur ab, so wirkt sich eine Verringerung der Beschäftigungsmöglichkeiten in der Regel unverhältnismäßig stark auf junge Menschen aus. Darüber hinaus sind junge Erwerbstätige häufig die Ersten, die bei einem Konjunkturabschwung entlassen werden. Neben einer kürzeren Beschäftigungsdauer ist dies auch darauf zurückzuführen, dass sie eher in einem befristeten oder anderweitig prekären Beschäftigungsverhältnis stehen. Es ist hinreichend belegt, dass die Beschäftigungsgruppe der jungen Menschen stärker auf konjunkturelle Veränderungen reagiert als andere Beschäftigungsgruppen (siehe beispielsweise EZB, 2021).

Um beurteilen zu können, ob die Beschäftigungsaussichten junger Erwerbspersonen ungewöhnlich schlecht sind, muss die Stärke der Gesamtwirtschaft berücksichtigt werden.

Eine dynamische Variante des Okun'schen Gesetzes setzt das Beschäftigungswachstum sowohl bei jungen Erwerbstätigen als auch bei den Erwerbstätigen insgesamt in Beziehung zum Wachstum des realen BIP und berücksichtigt dabei verzögerte Wirkungen beider Variablen. Entwickeln sich diese Variablen im Einklang mit historischen Trends, ist das Residuum der Gleichung null. Ein positives Residuum weist auf eine hohe und ein negatives Residuum auf eine geringe Beschäftigung hin.

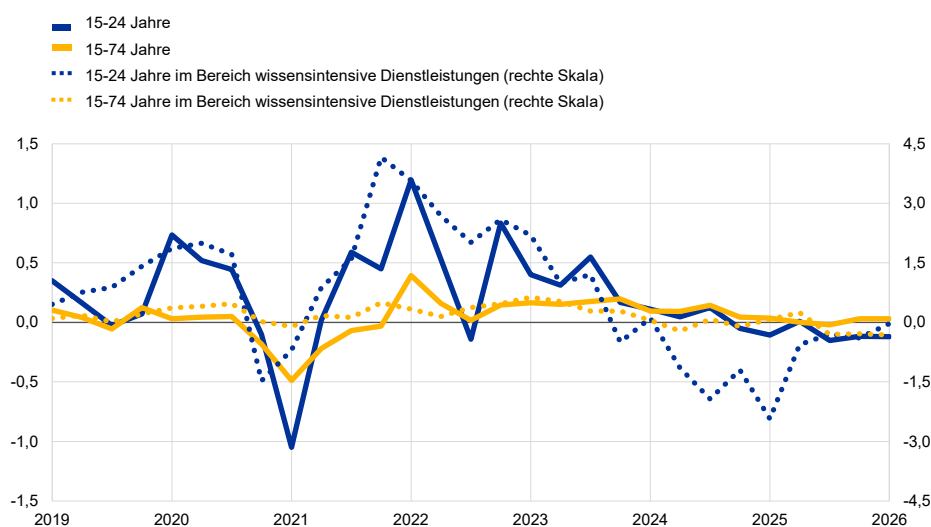
Ein Vergleich mit dem BIP-Wachstum ergibt, dass die jüngste Entwicklung der Beschäftigung junger Menschen weitgehend mit der normalen

Konjunkturdynamik im Einklang steht. Die Gesamtbeschäftigung war im Zeitraum 2022-2023 insgesamt hoch, normalisierte sich aber gegen Ende des Jahres 2024 zunehmend (siehe Abbildung C). Bei den jungen Erwerbspersonen schwankte das Residuum deutlich stärker, wobei in den Jahren 2022 und 2023 zahlreiche neue Arbeitsplätze geschaffen wurden. Seit Ende 2024 sind die Residuen leicht negativ, was einer Normalisierung nach einer Phase kräftigen Stellenaufbaus entspricht.

Abbildung C

Residuen aus Schätzungen einer dynamischen Variante des Okun'schen Gesetzes

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026. Dargestellt ist der gleitende Vierquartalsdurchschnitt. Wissensintensive Dienstleistungen umfassen Informations- und Kommunikationstechnologie, Finanzdienstleistungen und freiberufliche Dienstleistungen. Die Schätzungen basieren auf Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2026. Die Residuen ergeben sich aus einer dynamischen Variante des Okun'schen Gesetzes, welche den Zusammenhang zwischen der vierteljährlichen Wachstumsrate der Gesamtbeschäftigung und der entsprechenden vierteljährlichen Wachstumsrate des realen BIP mit jeweils einer Verzögerung beschreibt.

Die Beschäftigung im Bereich wissensintensive Dienstleistungen hat sich nach mehreren Jahren ungewöhnlich starken Wachstums abgeschwächt. Von besonderem Interesse sind die Sektoren Informations- und Kommunikationstechnologie, Finanzdienstleistungen und freiberufliche Dienstleistungen, da sie potenziell stärker von der Automatisierung kognitiver Tätigkeiten betroffen sind und in den vergangenen Quartalen einen drastischen Beschäftigungsrückgang verzeichnet haben. Nachdem gemessen am Wachstum des realen BIP zwei Jahre lang sehr viele neue Arbeitsplätze geschaffen wurden, kehrten sich die Residuen Mitte 2024 ins Negative. Erst in jüngerer Zeit zeigt sich eine Erholung. Dies steht im Einklang mit einer Anpassung des Beschäftigungswachstums nach dem kräftigen Zuwachs, der nach der Pandemie verzeichnet worden war. Zudem spiegelt sich diese Entwicklung auch in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Oktober 2025 wider, in der hochqualifizierte junge Erwerbspersonen eine pessimistische Einschätzung abgaben. Die Residuen für Erwerbspersonen mit Hochschulabschluss wiesen einen ähnlichen Verlauf auf. Sie waren zwischenzeitlich vier Quartale lang negativ, bevor sie Mitte 2025 wieder in den positiven Bereich zurückkehrten.

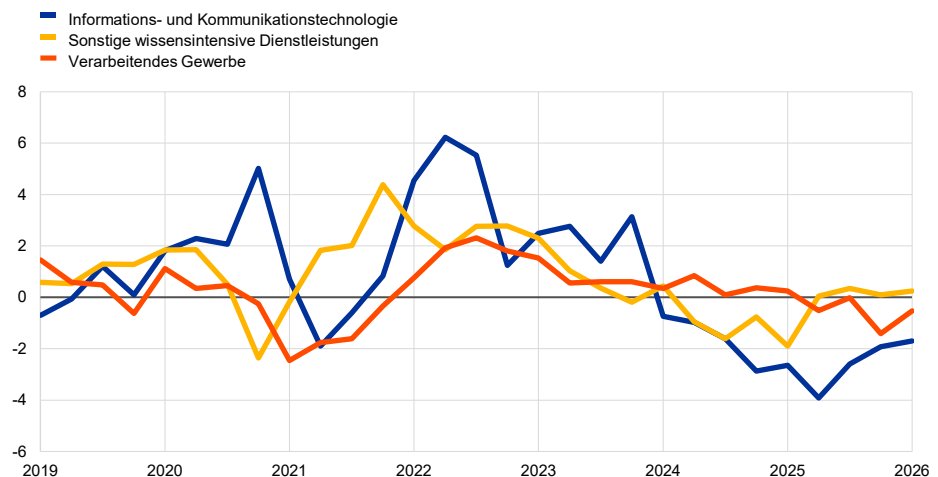
Die Entwicklung der Beschäftigung im Bereich wissensintensive

Dienstleistungen variiert je nach Sektor erheblich. Im Zeitraum vom ersten Quartal 2023 bis zum ersten Quartal 2026 ging die Beschäftigung junger Menschen bei Informations- und Kommunikationstechnologie um 18,6 %, bei freiberuflichen Dienstleistungen um 5,3 % und bei Finanzdienstleistungen um 3,1 % zurück. Gemessen am Wachstum des jeweiligen Sektors liegen die Residuen aus der Regression nach dem Okun'schen Gesetz im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie besonders deutlich im negativen Bereich, was darauf hindeutet, dass die Abschwächung nicht nur konjunkturbedingt ist (siehe Abbildung D). Im Gegensatz dazu steht die Beschäftigungsentwicklung bei den freiberuflichen Dienstleistungen und den Finanzdienstleistungen nun stärker mit der sektoralen Aktivität im Einklang, nachdem sie zuvor ab 2024 negativ gewesen war. Die jüngste Normalisierung wurde vor allem vom Finanzsektor getragen, während die freiberuflichen Dienstleistungen noch immer eine schwache Entwicklung aufweisen. Auch in der Industrie ist die Beschäftigung junger Menschen zurückgegangen, was weitgehend mit der Schwäche des Sektors im Einklang steht. Zuletzt ist die Beschäftigung dort noch weiter gesunken. Die Residuen aus der Schätzung des Okun'schen Gesetzes lassen darauf schließen, dass die Beschäftigungsentwicklung negativer ist, als es die Konjunkturentwicklung allein implizieren würde.

Abbildung D

Residuen aus Schätzungen einer dynamischen Variante des Okun'schen Gesetzes für junge Erwerbspersonen nach Sektoren

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026. Sie umfassen die Altersgruppe der 15- bis 24-Jährigen und sind als gleitender Vierquartalsdurchschnitt dargestellt. „Sonstige wissensintensive Dienstleistungen“ umfassen Finanzdienstleistungen und freiberufliche Dienstleistungen. Die Schätzungen basieren auf Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2026. Die Residuen ergeben sich aus einer Schätzung einer dynamischen Variante des Okun'schen Gesetzes, wobei der Zusammenhang zwischen der vierteljährlichen Wachstumsrate der Beschäftigung und der vierteljährlichen Wachstumsrate der realen Bruttowertschöpfung nach Sektoren mit jeweils einer Verzögerung betrachtet wird.

Insgesamt hat sich die Abkühlung der Wirtschaft im Euroraum und damit des Arbeitsmarkts auf junge Erwerbspersonen ausgewirkt.

Unter Berücksichtigung der Entwicklung des realen BIP sind die Arbeitsmarktaussichten immer noch schwach. Allerdings ging dieser Phase ein ungewöhnlich starker

Beschäftigungsaufbau voraus, sodass die jüngste Entwicklung bis zu einem gewissen Grad als Normalisierung angesehen werden könnte (Arce und Sondermann, 2024; Berson et al., 2024). Die bisherige Evidenz lässt jedoch nicht darauf schließen, dass dieser Verlauf speziell generativer KI oder mobilem Arbeiten zuzuschreiben ist. Mehrere Studien mit dem Schwerpunkt auf den Vereinigten Staaten liefern Befunde, dass sich generative KI negativ auf die Beschäftigung von jungen Menschen auswirkt (Brynjolfsson et al., 2025; Dominski und Lee, 2025; Massenkoff und McCrory, 2026). Lambert und Schindler (2026) hingegen führen den Rückgang bei der Einstellung von Berufsanfängern eher auf den Anstieg von mobilem Arbeiten als auf generative KI zurück. Umfrageergebnisse für den Euroraum zeigen, dass hochqualifizierte junge Erwerbspersonen die Auswirkungen von KI auf ihre Beschäftigungsaussichten überwiegend eher positiv sehen, und Unternehmen, die in KI investieren, ein höheres Beschäftigungswachstum melden (Dias da Silva und Weissler, 2025; Lebastard und Sondermann, 2026). Im Zeitraum von 2011 bis 2019, als Fortschritte bei Deep Learning erzielt wurden, aber vor dem Aufkommen von generativer KI, nahmen die Beschäftigungsanteile in stärker von der KI-Entwicklung betroffenen Berufen zu. Dies galt insbesondere für Berufe mit einem höheren Anteil an jüngeren Erwerbspersonen und Fachkräften. (Albanesi et al., 2025). Diese Entwicklungen sollten weiter beobachtet werden, da generative KI immer ausgereifter wird und ihre Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt deutlicher erkennbar werden.

Literaturverzeichnis

Albanesi, S., Dias da Silva, A., Jimeno, J. F., Lamo, A. und Wabitsch, A. (2025), New technologies and jobs in Europe, *Economic Policy*, Bd. 40, Nr. 121, Januar, S. 71-139.

Arce, Ó. und Sondermann, D. (2024), [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai.

Berson, C., Botelho, V., Dias da Silva, A., Foroni, C., Mohr, M., Schroeder, C. und Weissler, M. (2024), [Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2024.

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, November.

Dias da Silva, A. und Weissler, M. (2025), [AI adoption and employment prospects](#), Der EZB-Blog, 21. März.

Dominski, J. und Lee, Y. S. (2025), *Advancing AI Capabilities and Evolving Labor Outcomes*, arXiv, Nr. 2507.08244.

Europäische Zentralbank (EZB) (2021), [Employment and the conduct of monetary policy in the euro area](#), Occasional Paper Series, Nr. 275, September.

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

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, Washington D. C., 5. März.

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Catherine Elding, Richard Morris, Zsuzsanna Riedel und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 76 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewonnen hat.¹ Der Austausch fand überwiegend vom 22. Juni bis zum 1. Juli 2026 statt, also kurz nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung zwischen den USA und dem Iran Mitte Juni, die jedoch anschließend Anfang Juli vor dem Hintergrund erneuter Feindseligkeiten im Zusammenhang mit der Straße von Hormus wieder aufgekündigt wurde.

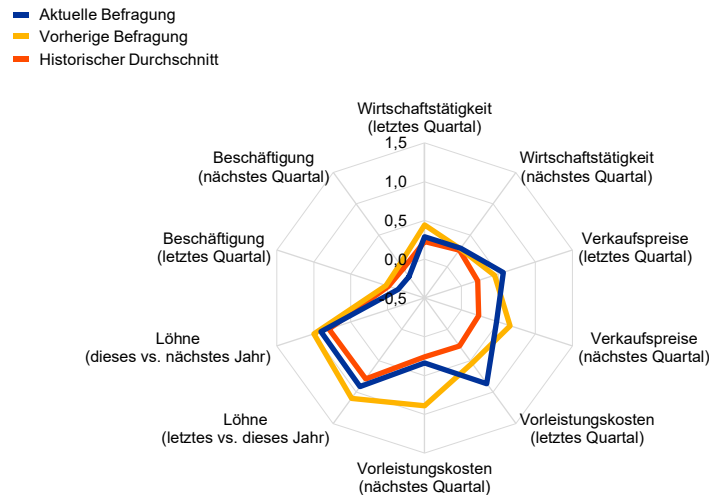
Den Umfrageteilnehmern zufolge fiel das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal moderat aus. Für das dritte Quartal wird eine weitgehend unveränderte Dynamik erwartet. Der Krieg im Nahen Osten und der daraus resultierende Anstieg der Kraftstoffpreise haben den Reiseverkehr gedämpft und auch leicht die Konsumausgaben belastet. Gleichwohl scheinen sich die Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit insgesamt ziemlich in Grenzen zu halten. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass einige Unternehmen von einem geringeren Wettbewerb aus Asien profitiert haben, weil die asiatische Konkurrenz mit stärkeren Kostenanstiegen oder vorübergehenden Lieferkettenstörungen zu kämpfen hatte. Auch das Vorziehen von Einkäufen in Erwartung höherer Preise hatte einen positiven Effekt. Dadurch hat sich die Zusammensetzung des Wachstums von Dienstleistungen stärker in Richtung des verarbeitenden Gewerbes verschoben. Die Weltwirtschaft hat sich indes als widerstandsfähig erwiesen. Die asiatischen Volkswirtschaften haben bemerkenswert flexibel auf die Störungen durch die Blockade der Straße von Hormus reagiert, sodass der Welthandel inzwischen wieder kräftig wächst.

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

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

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

Die Konsumausgaben wachsen nach Einschätzung der befragten

Unternehmen nur moderat. Lebensmitteleinzelhändler gaben an, dass die Verbraucher aufgrund der gestiegenen Kraftstoffpreise im zweiten Quartal weniger Geld für andere Produkte übrig hatten und deshalb noch stärker von Markenartikeln auf Eigenmarken umschwenkten. Im Bekleidungseinzelhandel ist die Nachfrage im mittleren Preissegment gesunken, während die Verkäufe im No-Name-, Luxus- und Outlet-Segment weiter zulegten. Im Bereich der Unterhaltungselektronik profitiert die Nachfrage nach mittelgroßen Produkten von einem Erholungszyklus, da Geräte, die während der Pandemie erworben wurden, allmählich ersetzt werden müssen. Insgesamt stellt sich die Marktlage jedoch schwierig dar, denn chinesische Hersteller bieten zunehmend innovative Produkte zu niedrigen Preisen an. Rund die Hälfte der befragten Einzelhandelsunternehmen war der Ansicht, dass der Konflikt im Nahen Osten die Nachfrage der Verbraucher gedämpft hat. Andere zeichneten jedoch ein positiveres Bild. Sie schätzten die Konsumausgaben als überraschend widerstandsfähig ein. Dies war beispielsweise im Automobilhandel der Fall. So hat sich der Pkw-Absatz dank der erneuten Subventionierung von Elektrofahrzeugen in einigen Ländern, der Einführung erschwinglicherer Modelle vor dem Hintergrund der zunehmenden Konkurrenz chinesischer Hersteller und einer positiveren Einstellung gegenüber Elektrofahrzeugen aufgrund der gestiegenen Kraftstoffpreise wieder belebt.

Der Krieg im Nahen Osten wirkt sich dämpfend auf den Flugreiseverkehr aus, führt aber auch zu Nachfrageverschiebungen, die dem Sommertourismus im Euroraum zugutekommen könnten. Das Reiseaufkommen an Flughäfen des Euroraums war im zweiten Quartal laut Angaben der Luftfahrtindustrie rund 2 % bis 4 % niedriger als üblich. Dies liegt unter anderem daran, dass die Fluggesellschaften ihre Kapazitäten auf weniger profitablen Strecken verringert haben. Zum Teil ist es aber auch darauf zurückzuführen, dass die Nachfrage infolge höherer Ticketpreise stärker als erwartet zurückgegangen ist. Da die Ticketpreise inzwischen wieder sinken und die Besorgnis hinsichtlich eines möglichen Kerosinmangels nachlässt, sind die Zahlen für die Sommersaison inzwischen jedoch recht zufriedenstellend. Außerdem ist es eine klare Verschiebung beim Sommertourismus erkennbar: Statt Urlaub am östlichen Mittelmeer sind Reiseziele im Euroraum gefragt.

Die befragten Unternehmen gaben an, dass der KI-Boom die Unternehmensinvestitionen und -ausgaben beflügelt, während die traditionellen Investitionsausgaben durch Bedenken hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit gedämpft werden. Die Nachfrage nach eigenständigen Cloud-Infrastrukturen und technischer Unabhängigkeit ist stark gestiegen. Dies veranlasst europäische Unternehmen, sich mit US-Anbietern zusammenzuschließen, um lokale Lösungen bereitzustellen. Die Investitionen in Rechenzentren beleben die Nachfrage nach entsprechenden Baustoffen und bewirken einen Boom entlang der Lieferkette für Halbleiter. Die Einführung von KI verändert die Geschäftsmodelle im Beratungssektor, der umfassend die Einsatzmöglichkeiten von KI-Anwendungen sondiert. Weitere Treiber des Investitionswachstums sind die Investitionen in erneuerbare Energien, die durch den Konflikt im Nahen Osten neuen Auftrieb erhalten haben, sowie die Luft- und Raumfahrt. Der Wohnungsbau hat sich im zweiten Quartal nach einem von Witterungseinflüssen beeinträchtigten ersten Vierteljahr wieder erholt, da Wohnimmobilien durch die Entwicklung der Hypothekenzinsen und Baustoffpreise im Jahr 2025 wieder erschwinglicher wurden. Allerdings verschlechtern sich die Indikatoren der Finanzierbarkeit nun wieder. Die Aussichten für die Ausrüstungsinvestitionen wurden unterschiedlich eingeschätzt. Während einige Befragte von einer anhaltenden Belebung der Auftragslage seit Ende 2025 berichteten, schätzten andere die Entwicklung der traditionellen Investitionsausgaben als eher stagnierend ein und gaben an, dass sich hohe Energie-, Arbeits- und Regulierungskosten sowie Unsicherheit hier dämpfend auswirken. Dies hat zur Folge, dass europäische Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe ihre Investitionen zunehmend nach Asien oder Osteuropa statt in den Euroraum lenken.

Abbildung B

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

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

Die Beschäftigungsdynamik war recht verhalten, da viele Unternehmen

Sparmaßnahmen umsetzten. Dies traf insbesondere auf Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe zu, die im Euroraum nicht mehr wettbewerbsfähig produzieren können und deshalb die Anzahl der Beschäftigten dort verringern. Die Beschäftigung im Dienstleistungssektor zeigte sich stabiler. Über alle Wirtschaftssektoren hinweg gaben die Unternehmen nach wie vor an, flächendeckend die Einsatzmöglichkeiten von KI zu testen, um die Produktivität zu steigern und die Arbeitskosten zu senken, wenngleich die Auswirkungen auf die Beschäftigung insgesamt noch begrenzt blieben. Im Einklang mit ihren Angaben in der letzten Umfragerunde meldeten die Personalagenturen, dass ihre Vermittlungstätigkeit nach mehreren rückläufigen Quartalen eine Talsohle erreicht hat. Allerdings war dies durch eine Belebung bei befristeten Arbeitsverhältnissen bedingt und nicht durch unbefristete Einstellungen.

Den befragten Unternehmen zufolge zogen die Verkaufspreise im zweiten Quartal stärker an, aber nicht so sehr, wie in der vorangegangenen Umfragerunde erwartet worden war. Für das dritte Quartal rechneten sie mit einer leichten Abschwächung.

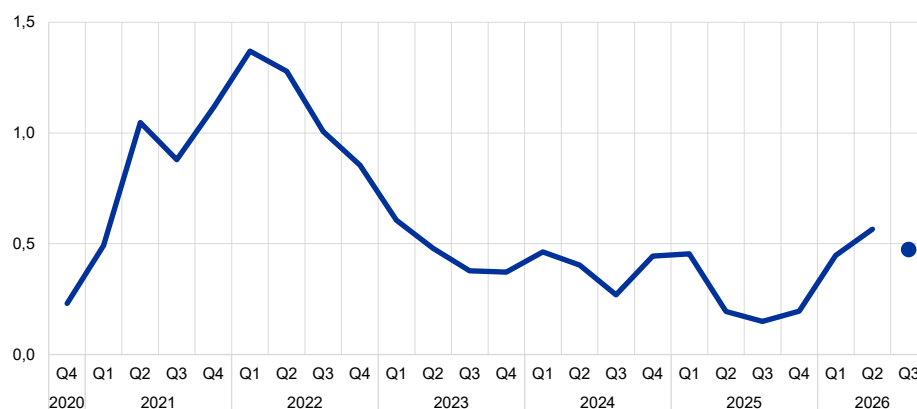
Die Preis- und Kostenentwicklung sowie die diesbezüglichen Erwartungen wurden stark von der Entwicklung im Nahen Osten und den daraus resultierenden Ölpreisbewegungen beeinflusst. Rund 40 % der befragten Unternehmen gaben an, dass die Preise in ihrem Sektor in der Folge gestiegen seien. Ähnlich viele Unternehmen vermeldeten, dass ihre Margen geschrumpft seien. Am stärksten stiegen die Preise im Vorleistungsgüter- und Verkehrssektor, die vom Ölpreis und seinen Derivaten unmittelbar betroffen sind. So haben sich die Preise für petrochemische Erzeugnisse um 20 % bis 30 % erhöht. In den vorgelagerten Branchen des verarbeitenden Gewerbes (Vorleistungs- und Investitionsgüter) wurden die Kosten relativ zügig auf die Preise überwältigt. Zurückzuführen war dies darauf, dass einige Unternehmen ihre Preise häufiger als üblich anpassten, während andere aufgrund ihrer Erfahrungen während des

Inflationsschubs infolge der Pandemie und des russischen Einmarschs in die Ukraine Vertragsklauseln einführen, die eine automatische Weitergabe von Material-, Energie- und Logistikkosten vorsehen. Schwieriger war das Preismfeld jedoch für Unternehmen, die sich näher am Endkunden befinden. Hier wurden die Preise bislang kaum angepasst. Im Einzelhandel ohne Nahrungsmittel (und vor allem in der Unterhaltungselektronik) dämpfte der Importwettbewerb aus Asien die Preisentwicklung oder führte zu einem Abwärtsdruck auf die Preise. Zudem blieben die Verbraucher sehr preissensibel. Wären die Ölpreise auf dem Niveau geblieben, das während des Waffenstillstands zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran zu beobachten gewesen war, hätte dies das Durchwirken der Kosten auf die Endverbraucherpreise wahrscheinlich eingedämmt.

Abbildung C

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

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

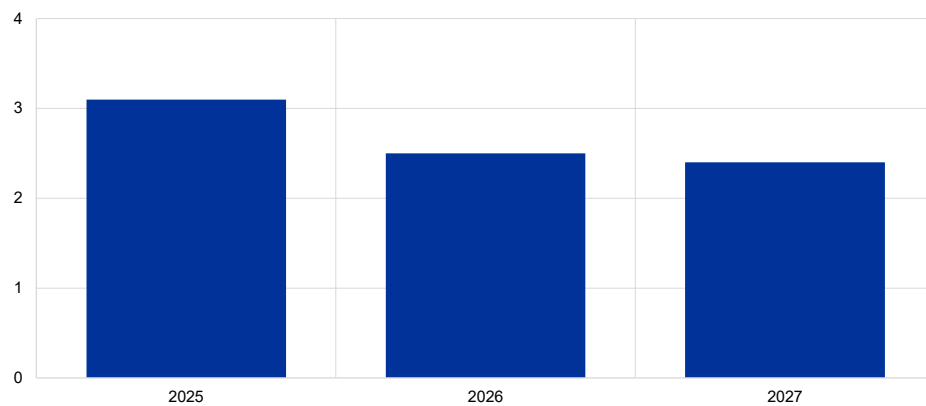
Die befragten Unternehmen rechneten weiterhin mit einem nachlassenden

Lohnwachstum. Wie aus ihren quantitativen Angaben hervorgeht, erwarten sie im Schnitt, dass sich das Lohnwachstum von 3,1 % im Jahr 2025 auf 2,5 % im Jahr 2026 und 2,4 % im Jahr 2027 verlangsamen wird. Diese Einschätzungen und Erwartungen sind etwas geringer als in der vorangegangenen Umfragerunde. Dies könnte zum Teil auf eine veränderte Zusammensetzung des Panels zurückzuführen sein und spiegelt nicht zwangsläufig eine veränderte Einschätzung der Aussichten wider. Rund 20 % der Befragten gingen davon aus, dass der durch den Konflikt im Nahen Osten verursachte Anstieg der Inflation zu höheren Lohnforderungen führen wird, und rund 10 % erwarteten, dass ihre Unternehmen Inflationsausgleichsmaßnahmen umsetzen werden. Die meisten Befragten rechneten jedoch angesichts der gedämpften Wirtschaftslage und Beschäftigungsaussichten nicht mit nennenswerten Auswirkungen auf das Lohnwachstum.

Abbildung D

Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor im Jahr 2025 und Erwartungen für die Jahre 2026 und 2027. Die Durchschnittswerte für 2025, 2026 und 2027 basieren auf den Angaben von 67, 70 bzw. 52 befragten Unternehmen.

Literaturverzeichnis

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

Erfassung der Verankerung bzw. Entankerung von Inflationserwartungen und Aussagekraft umfragebasierter Kennzahlen

Colm Bates, Aidan Meyler, Giovanni Trebbi und Zivile Zekaite

Nach dem jüngsten erheblichen Energiepreisschock wird in diesem Kasten die Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen – die für die Gewährleistung von Preisstabilität am wichtigsten sind – erneut untersucht. Der Schwerpunkt liegt dabei auf Umfragen unter Verbraucherinnen und Verbrauchern, Unternehmen sowie professionellen Prognostikern.^{1,2} Die

Fachliteratur zu Inflationserwartungen liefert eine Vielzahl von Indikatoren, anhand derer sich beurteilen lässt, ob eine langfristige Verankerung besteht (Reis, 2021 und 2026; Neri et al., 2022; Work stream on inflation expectations, 2021). Der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen, die mit Preisstabilität vereinbar sind („Niveauverankerung“), bilden eine zentrale Messgröße für die Beurteilung. Auch andere Kennzahlen können aufschlussreich sein und möglicherweise auf eine Entankerung hindeuten, insbesondere nach einem größeren Schock. So sollten beispielsweise Uneinigkeit zwischen den Akteuren, Unsicherheit hinsichtlich der längerfristigen Erwartungen sowie Extremrisiken (d. h. die Wahrscheinlichkeit einer sehr niedrigen oder sehr hohen Inflation) begrenzt bleiben („Verankerung höherer Momente“). Darüber hinaus sollten sich gut verankerte längerfristige Erwartungen nicht zu stark im Gleichlauf mit kurzfristigen Erwartungen oder vorübergehenden Schocks entwickeln („Schockverankerung“). Jede Bewertung der Verankerung sollte ganzheitlich erfolgen und sich nicht auf einen einzelnen Indikator oder eine bestimmte Gruppe von Wirtschaftsakteuren konzentrieren. Dabei sollten die Eigenschaften der Akteure berücksichtigt werden. Grund hierfür ist, dass die Erwartungen von Verbraucherinnen bzw. Verbrauchern und Unternehmen in der Regel eine größere Streuung aufweisen als die von professionellen Prognostikern und systematisch nach oben verzerrt sind (ein globales Phänomen).³

Derzeit ist die Niveauverankerung der längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend intakt. Auf Ebene der Akteure reagierten die Verbraucherinnen und Verbraucher am stärksten auf den jüngsten Energiepreisschock. Die Strukturkurve war jedoch stark abwärtsgerichtet, da die längerfristigen Erwartungen nur leicht nach

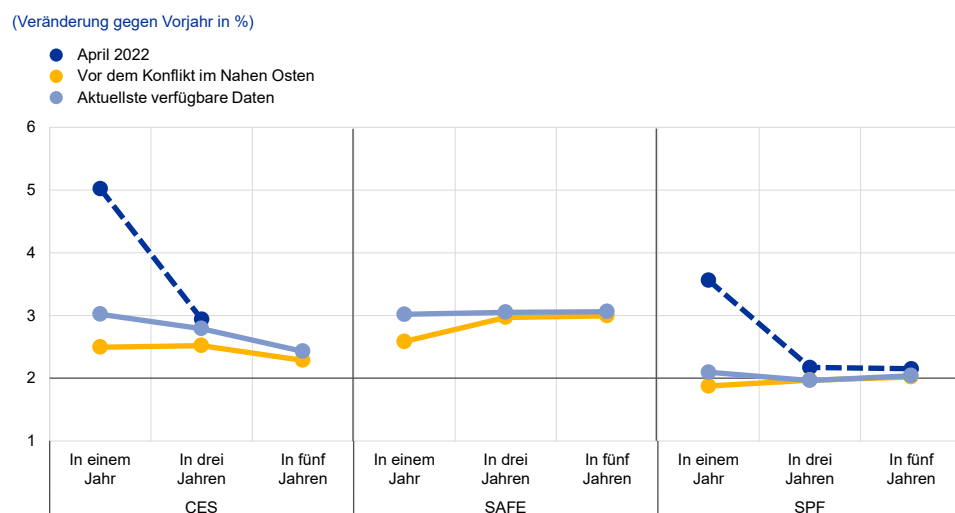
¹ Die aus Umfragen abgeleiteten Inflationserwartungen ergänzen die auf Finanzmarktdaten basierenden Inflationserwartungen. Sowohl umfragebasierte als auch marktbasierende Erwartungen weisen zwar Vor- und Nachteile auf, liefern jedoch jeweils wertvolle Informationen für politische Entscheidungsträger. Eine ausführlichere Erörterung findet sich beispielsweise in Work stream on inflation expectations (2021), insbesondere Abschnitt 2.1, sowie Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), insbesondere Kasten 4.

² In diesem Kasten werden sowohl die mittel- als auch die langfristigen Inflationserwartungen (für die nächsten drei und fünf Jahre) als „längerfristige Erwartungen“ bezeichnet.

³ In diesem Kasten werden Daten aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES), der Umfrage der Europäischen Kommission/EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) und dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB verwendet. Der SPF richtet sich an professionelle makroökonomische Prognostiker, die für Finanzinstitute und nichtfinanzielle Institute in Europa tätig sind.

oben revidiert wurden. Die längerfristigen Inflationserwartungen von Unternehmen und professionellen Prognostikern änderten sich nach Ausbruch des Krieges im Nahen Osten kaum (siehe Abbildung A). Bei Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie Unternehmen fällt die Niveauverankerung auf den ersten Blick zwar schwächer aus, aber dies lässt sich teilweise auf die systematische Aufwärtsverzerrung bei diesen beiden Gruppen zurückführen.⁴ Vergleicht man die jüngsten Entwicklungen mit der Situation nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine, so wurde auch dieser Inflationsschock zunächst als kurzlebig eingeschätzt. Als er einsetzte, waren die Inflationserwartungen jedoch höher, und er hielt letztlich länger an als ursprünglich erwartet (wobei die Erdgaspreise ihren Höchststand erst etwa im Zeitraum von August bis Oktober 2022 erreichten). Im Gegensatz dazu hat die aktuelle Phase bislang zu geringeren Revisionen der längerfristigen Inflationserwartungen geführt, wobei sich die Inflationserwartungen aller Wirtschaftsakteure in den jüngsten Umfragen stabilisiert oder abgeschwächt haben.

Abbildung A
Strukturkurve der Erwartungen



Quellen: CES, SAFE, SPF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für die CES- und die SAFE-Umfrage bezieht sich die Strukturkurve auf den Median der Inflationserwartungen und für die SPF-Umfrage auf den Mittelwert der Inflationserwartungen. Daten zu den Inflationserwartungen aus der SAFE-Umfrage lagen 2022 nicht vor. Die aktuellsten verfügbaren Daten beziehen sich bei der SAFE- und der CES-Umfrage auf die Erwartungen vom Juni 2026 und bei der SPF-Umfrage auf jene vom dritten Quartal 2026.

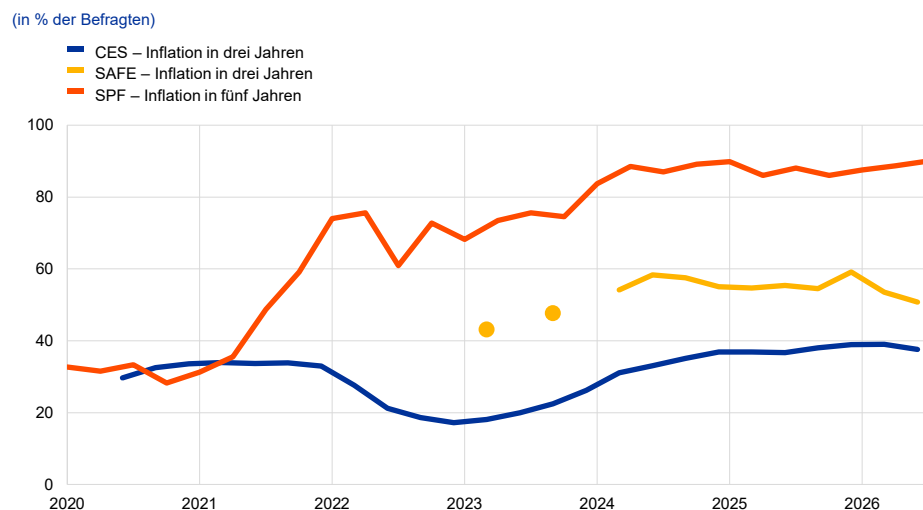
Bislang liegen die Anteile der mit dem Inflationsziel im Einklang stehenden Erwartungen weiterhin über den im Zeitraum von 2022 bis 2023 beobachteten Niveaus. Angesichts der Unterschiede zwischen den einzelnen Akteuren ist es

sinnvoll, den Anteil der Befragten, deren Inflationserwartungen mit dem Inflationsziel im Einklang stehen, im Zeitverlauf zu verfolgen (siehe Abbildung B). In der aktuellen Phase haben sich diese Anteile, die je nach Art des Akteurs unterschiedlich hoch ausfallen, bislang kaum verändert. Bei den professionellen Prognostikern blieben sie relativ hoch, bei Verbraucherinnen und Verbrauchern waren sie nur leicht rückläufig. Bei den Unternehmen war dagegen ein deutlicherer Rückgang zu verzeichnen.

⁴ Siehe Abbildung 22 in Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025).

Dennoch liegen die Anteile für alle drei Gruppen über dem Wert, der im Zeitraum von 2022 bis 2023 beobachtet wurde.

Abbildung B
Anteil der zielkonformen Inflationserwartungen



Quellen: CES, SAFE, SPF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für die CES- und die SAFE-Umfrage wird die zielkonforme Spanne für die in drei Jahren erwartete Inflation als 1 % bis 3 % definiert. Für den SPF wird die zielkonforme Spanne für die in fünf Jahren erwartete Inflation als 1,8 % bis 2,2 % definiert. Die breitere Spanne bei Verbraucherinnen bzw. Verbrauchern und Unternehmen spiegelt die größere Streuung und den größeren Messfehler wider, die typischerweise bei den Erwartungen von Nicht-Fachleuten zu beobachten sind.

Nach dem jüngsten Energiepreisschock deutet die gemeinsame Entwicklung der kurz- und längerfristigen Erwartungen bei den Akteuren nicht auf eine verstärkte schockbedingte Entankerung hin. Wird ein Schock als vorübergehend wahrgenommen, sollten Veränderungen der längerfristigen Erwartungen nicht zu stark auf Veränderungen der kurzfristigen Erwartungen reagieren.⁵ Was Verbraucherinnen und Verbraucher betrifft, so legt die Regressionsanalyse nahe, dass Veränderungen der längerfristigen Erwartungen in der Regel positiv und deutlich auf Veränderungen der kurzfristigen Erwartungen reagieren (siehe Abbildung C).⁶ Diese Reagibilität hat sich zuletzt leicht abgeschwächt (die längerfristigen Erwartungen wurden nicht in gleichem Maße angepasst wie die kurzfristigen Erwartungen). Bei professionellen Prognostikern reagieren Veränderungen der längerfristigen Erwartungen in der Regel nicht auf Veränderungen der kurzfristigen Erwartungen. Zwar gab es in den letzten beiden Quartalen 2021 (etwa zum Zeitpunkt der Strategieüberprüfung) Ausnahmen, doch bewegten sich diese Veränderungen in Richtung des Preisstabilitätsziels der EZB.

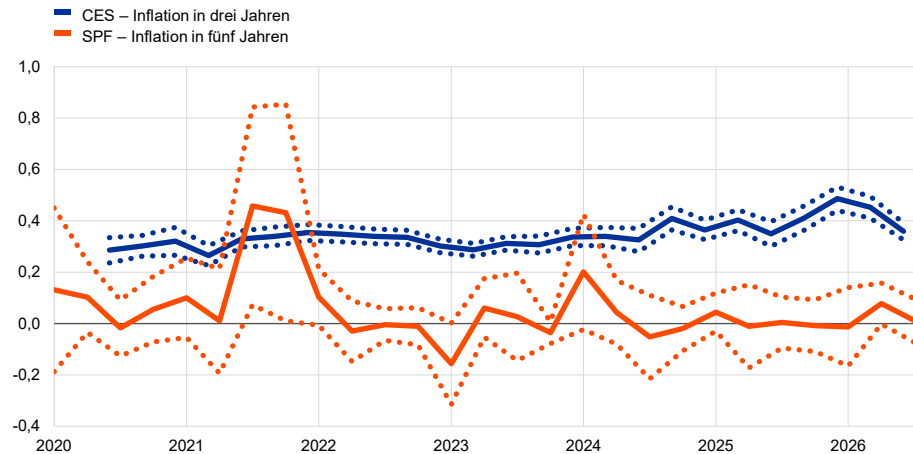
⁵ Zwischen den verschiedenen Akteuren können Niveauunterschiede bei der geschätzten Reagibilität bestehen, die die Unterschiede zwischen den Gruppen widerspiegeln (Weber et al., 2022).

⁶ Die geschätzte Reagibilität der Unternehmen wird aufgrund des relativ geringen Anteils und der geringen Zahl von Unternehmen, die an aufeinanderfolgenden Umfragen teilnehmen, nicht ausgewiesen. Im ersten Quartal 2026 wurden die aggregierten Erwartungen für die Inflation in einem Jahr in der SAFE-Umfrage zwar nach oben revidiert (von 2,6 % auf 3,0 %), die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren blieben jedoch unverändert bei 3,0 %. Eine ausführlichere Erörterung findet sich in Fantino et al. (2026).

Abbildung C

Zusammenhang zwischen Veränderungen der kurz- und längerfristigen Inflationserwartungen

(geschätzte Regressionskoeffizienten)



Quellen: CES, SPF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt Schätzungen nach der Methode der kleinsten Quadrate mit Konfidenzintervallen von 95 % (gepunktete Linien). Grundlage sind Regressionen vierteljährlicher Revisionen der Erwartungen einzelner Befragter für die Inflation in drei Jahren (bzw. in fünf Jahren im SPF), die sich aus zwei aufeinanderfolgenden Befragungen ergeben, auf Revisionen der Erwartungen für die Inflation in einem Jahr. Die Schätzungen basieren auf gepoolten dreimonatlichen Erhebungswellen und berücksichtigen feste Individual- und Zeiteffekte für die CES.

Eine stabiles Niveau der Uneinigkeit hinsichtlich der Inflationserwartungen sowie ein begrenzter Anteil von Akteuren, die eine hohe Inflation erwarten, deuten auf eine Verankerung der höheren Momente hin, wenngleich das Signal bei Nicht-Fachleuten schwächer ausfällt.

Die Verankerung der höheren Momente betrifft die Streuung, die Schiefe und die Ausreißer. Was die Streuung anbelangt, so hat sich die Uneinigkeit unter den Akteuren, gemessen am Interquartilsabstand der Querschnittsverteilung der längerfristigen Erwartungen, nicht wesentlich verändert. Sie lag bei professionellen Prognostikern weiterhin unter ihrem langfristigen Durchschnitt und war auch bei Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie Unternehmen weitgehend stabil.⁷ Insgesamt ist die Uneinigkeit gegenüber den Höchstständen, die im Zeitraum von 2022 bis 2023 verzeichnet wurden, zurückgegangen (siehe Abbildung D, Grafik a). Zudem ist die Uneinigkeit unter Verbraucherinnen bzw. Verbrauchern und Unternehmen deutlich höher als unter professionellen Prognostikern. Abgesehen von der Uneinigkeit scheint die Unsicherheit hinsichtlich der geäußerten Erwartungen (gemessen anhand verschiedener Indikatoren) nach dem Krieg zunächst zugenommen zu haben, geht den jüngsten Daten zufolge bei Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie Unternehmen jedoch wieder zurück. Was Schiefe und Ausreißer betrifft, so stieg der Anteil der Befragten mit hohen Erwartungen (erwartete Inflation von über 5 % bei Unternehmen sowie Verbraucherinnen und Verbrauchern und von über 2,5 % bei professionellen Prognostikern) nur sehr geringfügig bei professionellen Prognostikern; bei Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie Unternehmen erhöhte er sich jedoch deutlicher, wenngleich er bei den Unternehmen in der jüngsten Welle

⁷ Standardabweichungen der Punkterwartungen im Querschnitt ergeben ein weitgehend ähnliches Bild.

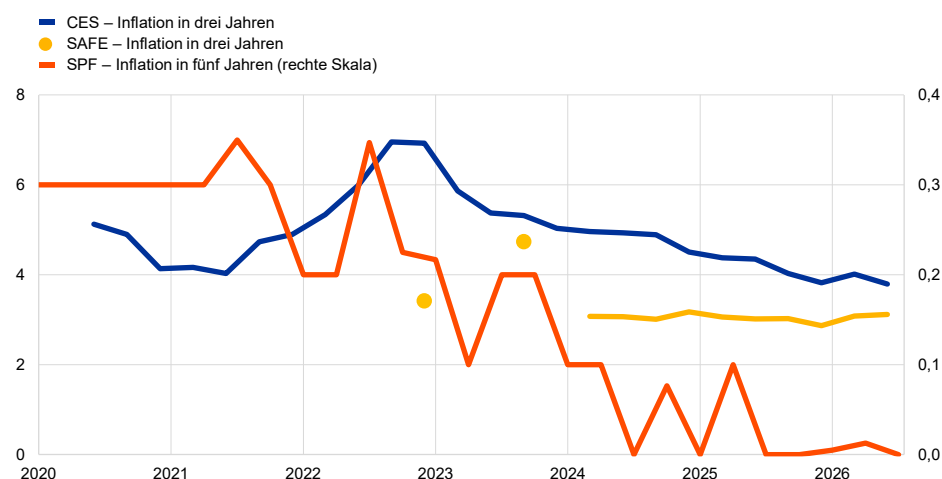
wieder zurückging (siehe Abbildung D, Grafik b). Diese Anteile liegen jedoch unter den erhöhten Niveaus im Zeitraum von 2022 bis 2023.

Abbildung D

Uneinigkeit unter den Akteuren und Anteil mit hohen Inflationserwartungen

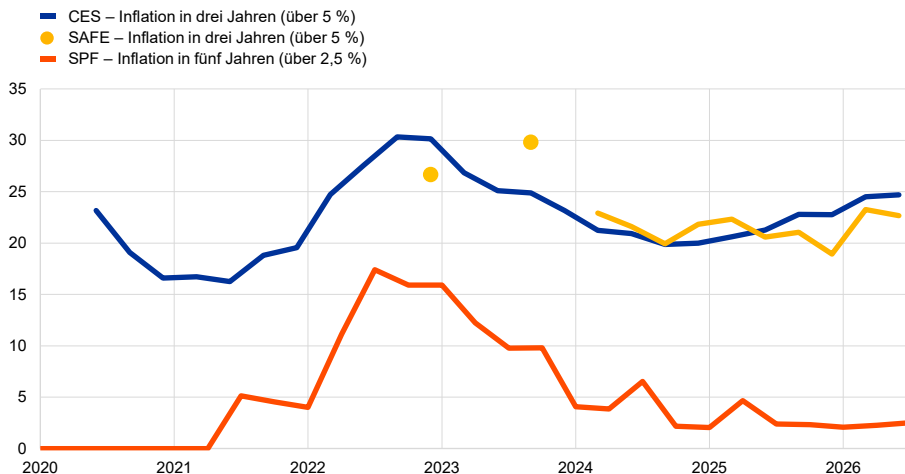
a) Interquartilsabstand der Inflationserwartungen der Akteure

(in Prozentpunkten)



b) Anteil der Akteure mit hohen Inflationserwartungen

(in % der Befragten)



Quellen: CES, SAFE, SPF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Interquartilsabstände werden aus der Differenz zwischen dem dritten und dem ersten Quartil der Punktprognosen ermittelt. Grafik b: Die Anteile mit hohen Inflationserwartungen entsprechen den Anteilen der Befragten mit Erwartungen für die Inflation in drei Jahren von über 5 % (CES- und SAFE-Umfrage) bzw. für die Inflation in fünf Jahren von über 2,5 % (SPF-Umfrage). Im dritten Quartal 2026 äußerte nur ein SPF-Teilnehmer Erwartungen von über 2,5 %, und zwar in Höhe von 3,5 %. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026 (CES-Umfrage), das zweite Quartal 2026 (SAFE-Umfrage) sowie das dritte Quartal 2026 (SPF-Umfrage).

Wenngleich der Grad der Verankerung der längerfristigen Erwartungen weiterhin in etwa auf dem Niveau liegt, das vor dem durch den Krieg im Nahen Osten ausgelösten Energieschock verzeichnet wurde, ist eine genaue Beobachtung der Inflationserwartungen geboten. Die kürzerfristigen Inflationserwartungen stiegen nach Ausbruch des Krieges zunächst an, ebenso wie einige längerfristige Messgrößen, wenngleich in deutlich geringerem Umfang. Seit dem anfänglichen Schock deuten die aktuellen Daten darauf hin, dass sich die in

den Umfragen erfassten Inflationserwartungen bis zu einem gewissen Grad stabilisiert haben oder nach unten revidiert wurden. Die Beobachtung einer breiten Palette von Kennzahlen ist erforderlich, da einige Wirtschaftsakteure aufgrund ihrer Erfahrungen mit dem Inflationsschub 2022-2023 möglicherweise eine erhöhte Reagibilität gegenüber der jüngsten Inflationsentwicklung zeigen.

Literaturverzeichnis

Fantino, D., Ferrando, A., Groß, J., Lamboglia, S., Lebastard, L., Rariga, J. und Schmidt, M. (2026), [How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations](#), Der EZB-Blog, 26. Mai.

Neri, S., Bulligan, G., Cecchetti, S., Corsello, F., Papetti, A., Riggi, M., Rondinelli, C. und Tagliabracci, A. (2022), [On the anchoring of inflation expectations in the euro area](#), Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Nr. 712, Banca d'Italia, September.

Reis, R. (2021), [Losing the Inflation Anchor](#), Brookings Papers on Economic Activity, September.

Reis, R. (2026), Why did Inflation Rise and Fall in 2021-24? Channels and Evidence from Expectations, Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 21277, März.

Weber, M., D'Acunto, F., Gorodnichenko, Y. und Coibion, O. (2022), The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications, Journal of Economic Perspectives, Bd. 36, Nr. 3, S. 157-184.

Work stream on inflation expectations (2021), [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 264, September.

Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), [A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 371, Juni.

Der ECB-BIG-Index zur Abbildung der Kreditbedingungen im Euroraum

Anastasia Allayioti, Paola Di Casola und Giacomo Magistretti

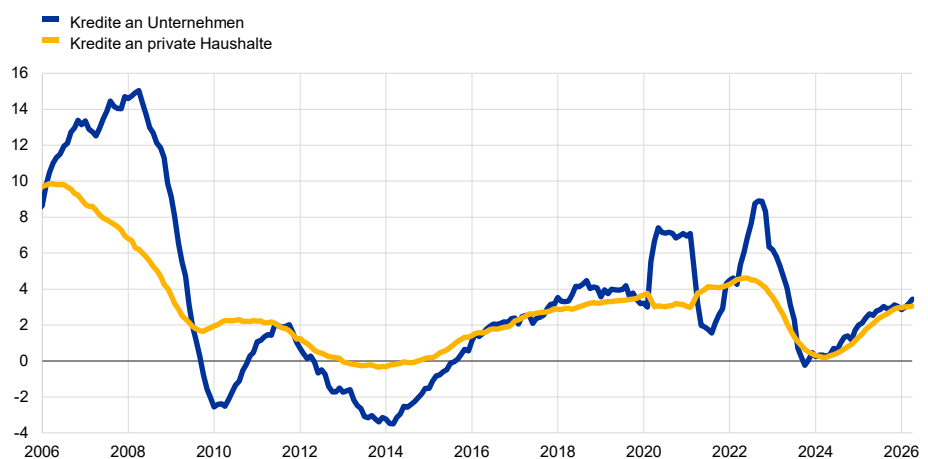
Die EZB hat einen neuen Index – den ECB-BIG (Broad Intermediation Gauge) – eingeführt, mit dem die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen zwischen Banken und Nichtbanken zeitnah beurteilt werden kann. Der ECB-BIG-Index bildet die Kreditbedingungen im Euroraum ab. Er beruht auf einer breiten Palette von Indikatoren, die Aufschluss über die Verfügbarkeit, den Bedarf und die Kosten von Krediten in der gesamten Wirtschaft geben. Der Index liefert eine Zusammenfassung der Kreditbedingungen, die sich insbesondere dann als nützlich erweist, wenn einzelne Indikatoren gegensätzliche Signale aussenden. Dies war beispielsweise zur Zeit der globalen Finanzkrise der Fall: Während sich das Wachstum der Bankkredite an private Haushalte bei Ausbruch der Krise bereits abzuschwächen begonnen hatte, erhöhte sich das Wachstum der Bankkredite an Unternehmen in den ersten Monaten des Jahres 2008 zunächst beständig weiter, um anschließend stark einzubrechen (siehe Abbildung A, Grafik a). In den vergangenen Monaten haben die Bankkredite weiterhin stabil zugenommen, während die Kreditzinsen allmählich gestiegen sind (siehe Abbildung A, Grafik b). Dies deutet darauf hin, dass sich die Kreditbedingungen möglicherweise verschärfen. Der ECB-BIG-Index liefert die erste ausführliche Zusammenfassung dieser und anderer Indikatoren der Kreditbedingungen im Euroraum.

Abbildung A

Indikatoren der Kreditbedingungen im Euroraum

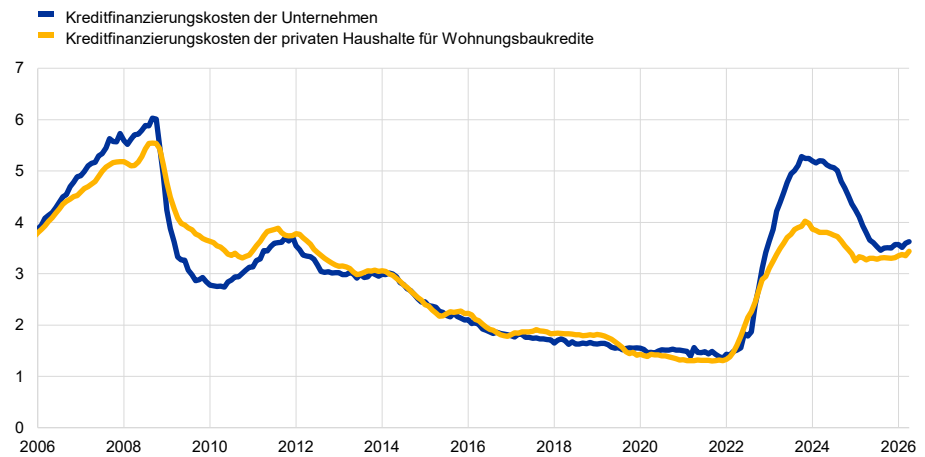
a) Jährliches Wachstum der Bankkredite

(in % p. a.)



b) Kreditfinanzierungskosten

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a sind die Bankkredite um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026.

Der neue Indikator vereint die Vorteile reduzierter und struktureller Methoden.

Er wird mithilfe bedingter Prognosetechniken konstruiert, die innerhalb eines bayesianischen vektorautoregressiven Modells (BVAR-Modell) angewendet werden, das große gemischt-frequente Datensätze von finanziellen, kreditbezogenen und makroökonomischen Variablen verarbeiten kann. Der Ansatz stützt sich auf Crump et al. (2025), die einen Index der US-Finanzierungsbedingungen auf Basis einer strukturellen bedingten Prognose innerhalb eines vierteljährlichen makrofinanziellen BVAR-Modells vorstellen. Anders als bei Hauptkomponentenanalysen oder dynamischen Faktormodellen werden bei diesem Ansatz unterschiedliche Transmissionskanäle berücksichtigt, anstatt für alle Variablen eine identische Lead-Lag-Beziehung vorauszusetzen. Dieser Rahmen wurde nun erweitert, um Folgendes zu berücksichtigen: a) Variablen, die in unterschiedlicher Frequenz veröffentlicht werden (basierend auf den jüngsten Fortschritten in der Fachliteratur zu BVAR-Modellen – Cimadomo et al., 2022) und b) allgemeinere Finanzierungsbedingungen. Der ECB-BIG-Index misst, wie sich Finanz- und Kreditschocks auf die Investitionen auswirken. Investitionen sind ein Konjunkturindikator, der in engem Zusammenhang mit den Kreditbedingungen steht. Der Index liefert also eine In-sample-Prognose von Investitionen, die durch Kredit- und Finanzschocks bedingt sind. Er ist normalisiert, wobei positive (negative) Werte auf relativ restriktive (lockere) Kreditbedingungen hindeuten.

Der Index erfasst die Verflechtungen zwischen Finanz- und Kreditvariablen einerseits und makroökonomischen Variablen andererseits.

Dies ist besonders wichtig, weil makroökonomische Variablen auf die Finanzierungsbedingungen reagieren – in der Regel mit zeitlicher Verzögerung –, Finanz- und Kreditvariablen hingegen auf makroökonomische Nachrichten.¹ Das hier verwendete BVAR-Modell stützt sich auf die folgenden makroökonomischen Variablen: das BIP, die Investitionen, den zusammengesetzten Einkaufsmanagerindex, das Preisniveau, die

¹ Altavilla et al. (2017) zeigen, dass gesamtwirtschaftliche Überraschungen einen Großteil der Vermögenspreisschwankungen erklären.

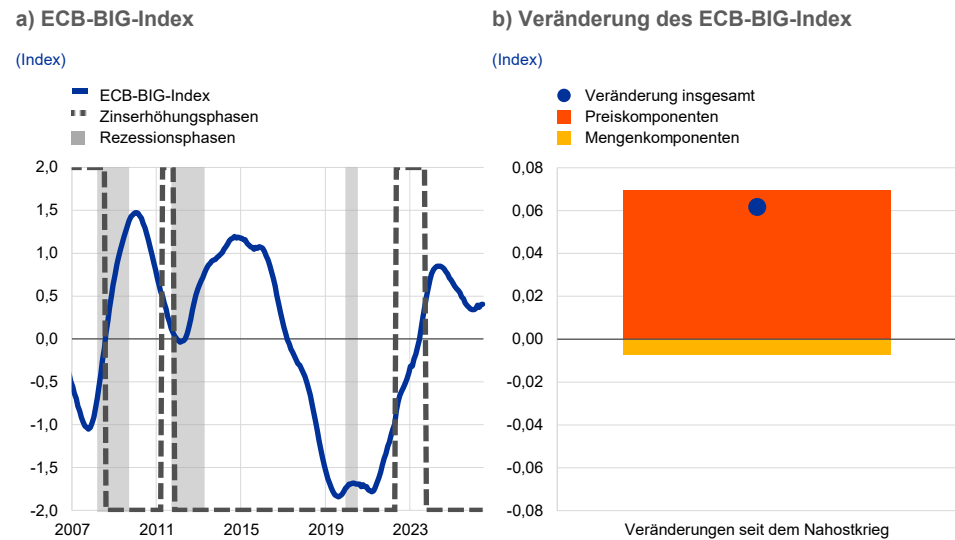
Arbeitslosigkeit und einen Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit.² Es werden vielfältige monatliche und vierteljährliche Variablen berücksichtigt, die zentrale Aspekte der Kreditbedingungen im Euroraum abdecken: a) Bankkreditzinsen und Bankkredite an private Haushalte und an Unternehmen, b) Unternehmenskredite von Nichtbanken und aus der übrigen Welt, c) Unternehmensanleihen und Aktien, d) Vergaberichtlinien für Kredite an private Haushalte und an Unternehmen laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum (Bank Lending Survey – BLS) und e) Finanzmarktbedingungen, näherungsweise ermittelt anhand des von Bletzinger et al. (2026) entwickelten Macro-Finance Financial Conditions Index (MF-FCI).

Der ECB-BIG-Index deutet darauf hin, dass die Finanzierungsbedingungen aktuell restriktiver sind als vor Beginn des Nahostkriegs. In drei wichtigen Phasen war der Index besonders hoch (siehe Abbildung B, Grafik a): Die erste Phase war die globale Finanzkrise von 2007 bis 2009. Diese war von einem starken Rückgang des Kreditangebots geprägt, wie die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum zeigt. Damals waren die Finanzinstitute mit Liquiditätsengpässen, einer erhöhten Risikoaversion und einem weit verbreiteten Schuldenabbau konfrontiert. Die zweite Phase war die Zeit nach der europäischen Staatsschuldenkrise um das Jahr 2014. Diese zeichnete sich durch eine erhöhte Fragmentierung der Finanzmärkte in den Euro-Ländern und aufkommende Deflationsrisiken aus. Damals beschränkten insbesondere in stärker verschuldeten Ländern viele Banken ihre Kreditvergabe, da der Zugang zur Marktfinanzierung eingeschränkt und die Quote notleidender Kredite erhöht war. Als dritte Phase ist die Zinserhöhungsphase von 2022 bis 2023 zu nennen. In dieser Phase nahm die EZB als Reaktion auf den Inflationsschub nach dem Energiepreisschock, der durch den russischen Einmarsch in die Ukraine ausgelöst wurde, rasche Zinserhöhungen vor. In letzter Zeit deutet der Index wieder auf eine – wenn auch begrenztere – Verschärfung der Kreditvergabebedingungen im Zuge der durch den Nahostkrieg ausgelösten geopolitischen Schocks und Energiepreisschocks hin. Diese jüngste Verschärfung spiegelt den Druck wider, der von den Preiskomponenten, insbesondere den Kreditzinsen, ausgeht (siehe Abbildung B, Grafik b).

² Zur Bedeutung der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für die Kreditvergabe und Investitionen siehe auch Allayioti et al. (2025).

Abbildung B

ECB-BIG-Index, wirtschaftliche Rezessionen und Zinserhöhungsphasen



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Je positiver (negativer) der Index, desto restriktiver (lockerer) die Kreditbedingungen. In Grafik a basieren die jüngsten Werte auch auf den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026, da hier die tatsächlich realisierten Daten noch fehlen. In Grafik b bezieht sich „Preiskomponenten“ auf die Kreditzinsen und den MF-FCI, „Mengenkomponenten“ auf die Kreditvolumina und Änderungen der Kreditrichtlinien gemäß der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum und „Veränderungen seit dem Nahostkrieg“ auf die Veränderung zwischen dem Nowcast für Juni und dem Nowcast für Februar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026.

Der ECB-BIG-Index ergänzt enger definierte Indikatoren der

Finanzierungsbedingungen, wobei die Ergebnisse in einigen Zeiträumen voneinander abweichen (siehe Abbildung C).

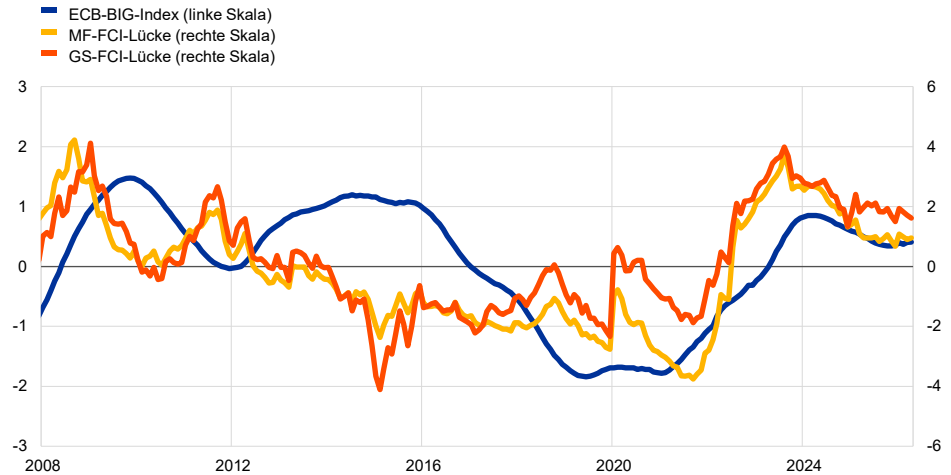
So zeigen der Macro-Finance Financial Conditions Index (MF-FCI) und der Goldman Sachs Financial Conditions Indicator (GS-FCI) für den Zeitraum 2013 bis 2014 eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen an, während der ECB-BIG-Index auf eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen hinweist. Darin spiegeln sich vor allem die damaligen Entwicklungen der Kreditrichtlinien und des Kreditvolumens der Banken wider. Darüber hinaus zeigte der ECB-BIG-Index 2020 trotz der durch die Covid-19-Pandemie ausgelösten erheblichen Störungen der Wirtschaftstätigkeit keinen Ausschlag nach oben, was wahrscheinlich auf die beispiellosen politischen Maßnahmen zurückzuführen ist, die die potenzielle Verschlechterung der Kreditbedingungen abmilderten.³

³ Einzelheiten dazu, wie die Kreditvergabebedingungen während der Covid-19-Pandemie durch geldpolitische und aufsichtliche Maßnahmen gestützt wurden, finden sich bei Altavilla et al. (2023).

Abbildung C

ECB-BIG-Index und Indizes der Finanzierungsbedingungen

(Index)



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

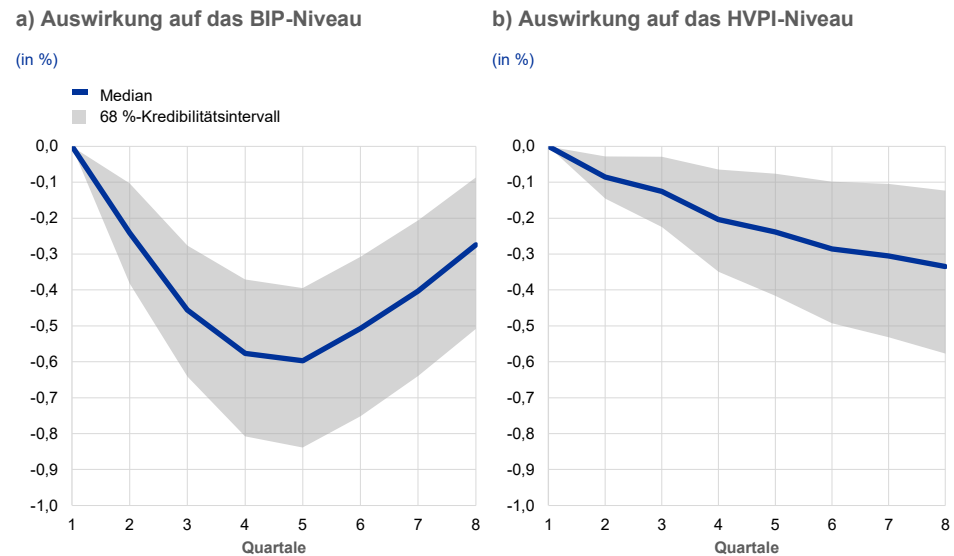
Anmerkung: Je positiver (negativer) der Index, desto restriktiver (lockerer) die Kreditbedingungen. Der MF-FCI wird als Lücke zum neutralen langfristigen Mittelwert dargestellt, d. h. dem Wert, dem sich der Index annähert, sobald die Inflation im Euroraum ihr mittelfristiges Ziel erreicht hat und die Produktionslücke geschlossen ist. Der GS-FCI wird reskaliert, damit er den gleichen Mittelwert und die gleiche Varianz wie die MF-FCI-Lücke über den Zeitraum seit 2005 aufweist. Beide Indizes beziehen sich auf den monatlichen Durchschnitt der Tageswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026.

Insgesamt wirkt sich ein straffender Schock auf den ECB-BIG-Index kontraktiv auf die Wirtschaft des Euroraums aus. Ein Indikator, der die

Finanzierungsbedingungen zusammenfasst, bringt unter anderem den Vorteil mit sich, dass es dank ihm möglich ist, die Auswirkungen eines Schocks abzuschätzen, ohne mehrere, häufig stark korrelierte Variablen heranziehen zu müssen, die schwer voneinander trennbare Signale liefern. Anhand eines vierteljährlichen BVAR-Modells lassen sich die gesamtwirtschaftlichen Effekte eines straffenden Schocks auf den ECB-BIG-Index aufzeigen: Ein Anstieg des Index um eine Standardabweichung von eins führt etwa vier Quartale nach dem Schock zu einem Rückgang des realen BIP um 0,6 %, der sich danach allmählich umkehrt; acht Quartale nach dem Schock kommt es zu einem Rückgang des Preisniveaus (gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex – HVPI) um rund 0,3 % (siehe Abbildung D).

Abbildung D

Auswirkungen eines straffenden Schocks auf den ECB-BIG-Index



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Impulsreaktionen auf einen Schock mit einer Standardabweichung (eine Einheit), der auf den ECB-BIG-Index wirkt. Das BVAR-Modell umfasst das BIP, die Investitionen, den HVPI, den einjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps und den ECB-BIG-Index und identifiziert den Schock über die Cholesky-Anordnung.

Der in diesem Kasten eingeführte ECB-BIG-Index kann wertvollen Input für geldpolitische Entscheidungen liefern.

Eines der zentralen Elemente der geldpolitischen Strategie der EZB ist die Beurteilung der Stärke der geldpolitischen Transmission (EZB, 2025). Indem er eine zeitnahe Beurteilung der Kreditbedingungen im Euroraum liefert, die für das Verständnis der geldpolitischen Transmission von entscheidender Bedeutung sind, kann der ECB-BIG-Index helfen, über eine angemessene geldpolitische Kalibrierung zu entscheiden.

Literaturverzeichnis

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

Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. und Burlon, L. (2023), [The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions](#), European Economic Review, Bd. 156, Juli.

Altavilla, C., Giannone, D. and Modugno, M. (2017), [Low frequency effects of macroeconomic news on government bond yields](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 92, Dezember, S. 31-46.

Bletzinger, T., Martorana, G. and Mistak, J. (2026), [Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#), Working Paper Series, Nr. 3193, EZB, Februar.

Cimadomo, J., Giannone, D., Lenza, M., Monti, F. and Sokol, A. (2022), [Nowcasting with large Bayesian vector autoregressions](#), Journal of Econometrics, Bd. 231, Nr. 2, Dezember, S. 500-519.

Crump, R. K, Eusepi, S., Giannone, D., Qian, E. and Sbordone, A. (2025), [A Large Bayesian VAR of the U.S. Economy](#), International Journal of Central Banking, Bd. 21, Nr. 2, April, S. 351-409.

Europäische Zentralbank (2025), [Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB \(2025\)](#), 30. Juni.

Zum Spielraum für finanzpolitische Ausgleichsmaßnahmen als Reaktion auf den jüngsten Energieschock

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier und Philip Muggenthaler

Der jüngste globale Energieschock hat die Volkswirtschaften und Staatsfinanzen der Euro-Länder in Mitleidenschaft gezogen. Im Vergleich zur Energiekrise 2022 gibt es jedoch deutliche Unterschiede.¹ Die unterschiedlichen finanzpolitischen Gegebenheiten zu Beginn der jüngsten Energiekrise und in der Zeit nach Russlands Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 sind Gegenstand des vorliegenden Kastens. Er bietet auch einen Überblick über die diskretionären finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen, die die Regierungen der Euro-Staaten seit dem Schock 2022 ergriffen haben, und beurteilt den Spielraum für sich selbst finanzierende Maßnahmen.

Die Haushaltslage im Euroraum stellte sich zu Beginn der Energieschocks in den Jahren 2022 und 2026 scheinbar sehr ähnlich dar. Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass der heutige fiskalische Spielraum stärker begrenzt ist (siehe Abbildung A, Grafik a). Das vor Krisenbeginn 2022 bzw. 2026 auf Euroraumebene erwartete Haushaltsdefizit war mit 3,2 % des BIP bzw. 3,3 % des BIP ungefähr gleich hoch. Allerdings kam es 2022 zu einer kräftigen Erholung von Wachstum, Steuerbemessungsgrundlagen und Staatseinnahmen. Grund hierfür war unter anderem, dass infolge der Covid-19-Pandemie ein Nachfragerestau entstanden war, der durch die hohen Vorsorgeersparnisse und die Einkommensbeihilfen noch verstärkt wurde. Im Jahr 2026 sind diese Bedingungen hingegen nicht gegeben. Das um konjunkturelle und andere temporäre Faktoren bereinigte strukturelle Haushaltsdefizit im Eurogebiet wird 2026 laut derzeitiger Schätzung 3,3 % des BIP betragen. Für 2022 wurde vor dem Energieschock mit einem entsprechenden Haushaltsdefizit von 2,6 % gerechnet. Die Vorkrisenpläne der Regierungen im Jahr 2022 sahen zudem eine Straffung des fiskalischen Kurses vor, da die pandemiebedingte Unterstützung teilweise zurückgenommen wurde. Hierdurch entstand Spielraum, um auf einen größeren und breiter angelegten Energieschock zu reagieren, als er aktuell gegeben ist.² Demgegenüber wurde für 2026 selbst vor Ausbruch des Nahostkriegs eine Lockerung des Fiskalkurses vorausgeschätzt. Hierfür ausschlaggebend waren die Pläne Deutschlands und anderer, kleinerer Euro-Länder in der NATO, umfangreiche Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben zu tätigen.

¹ Siehe hierzu Arce et al. (2026).

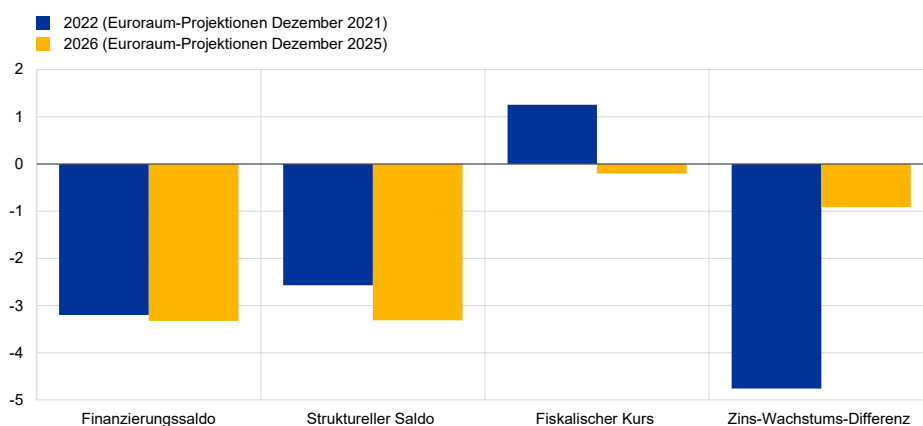
² Siehe hierzu im Einzelnen Checherita-Westphal (2023).

Abbildung A

Haushaltssituation im Euroraum vor den Energieschocks 2022 und 2026

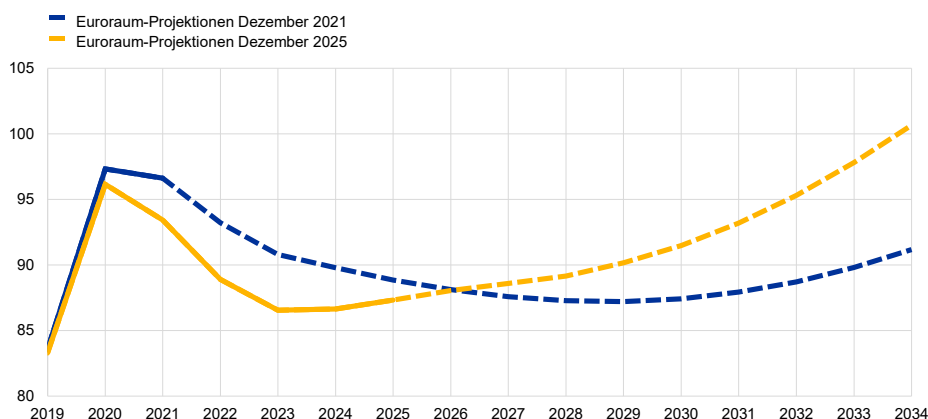
a) Haushaltskennzahlen

(Finanzierungssaldo: in % des BIP; struktureller Saldo und fiskalischer Kurs: in % des BIP-Potenzials; Zins-Wachstums-Differenz: in Prozentpunkten)



b) Entwicklung der Staatsverschuldung

(in % des BIP)



Quellen: Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2021 und Dezember 2025 sowie damit zusammenhängende Schuldentragfähigkeitsanalysen.

Anmerkung: Grafik a: Zins-Wachstums-Differenz in Bezug auf die Staatsverschuldung. Der fiskalische Kurs wird anhand der Veränderung des um konjunkturelle Einflüsse und NGEU-Transfereinnahmen bereinigten Primärsaldos in Relation zum BIP gemessen. Ein negativer (positiver) Wert zeigt seine Lockerung (Straffung) an. Grafik b: Die gestrichelten Linienbereiche stehen für die projizierten Schuldenquoten. Bis zum Ende des jeweiligen Zeitraums (t+3) bilden sie das Basisszenario nach, während der weitere Verlauf auf der Annahme konstanter struktureller Finanzierungssalden ohne demografiebedingte Haushaltsbelastungen beruht.

Die perspektivische Entwicklung der Staatsverschuldung fällt nun ebenfalls ungünstiger aus, denn höhere Finanzierungskosten engen den fiskalischen Spielraum stärker ein, als es der Schuldenstand allein nahelegt (siehe Abbildung A, Grafik b). Zwar waren die zu Beginn der beiden Episoden 2022 und 2026 auf Euroraumebene berechneten Schuldenquoten in etwa vergleichbar (jeweils nahe 89 %), doch haben sich die Refinanzierungskosten für die Staatsschulden wesentlich erhöht. Im Jahr 2022 lagen die Finanzierungskosten der Staaten in der Nähe historischer Tiefstände, und der starke neuerliche Wachstumsanstieg nach der Pandemie trug zu deutlich negativen Zins-Wachstums-Differenzen bei (siehe Abbildung A, Grafik b). Aufgrund der höheren Leitzinsen und Laufzeitprämien im Jahr 2026 ist dieser Haushaltspuffer größtenteils aufgebraucht. Die langfristigen Projektionen zur Staatsverschuldung im Euroraum, die für die Zeit nach 2028 von

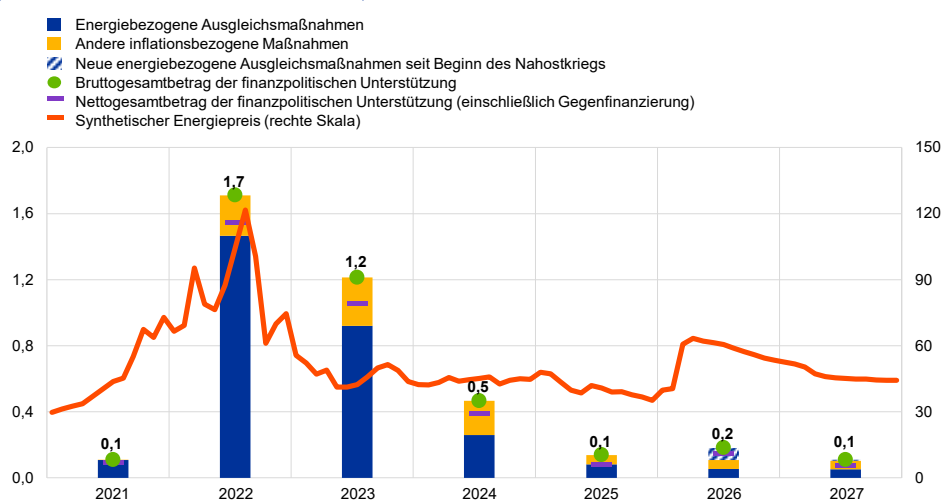
einer unveränderten Finanzpolitik ausgehen, deuten nunmehr auf eine deutlich ungünstigere Entwicklung hin.

Teilweise vor dem Hintergrund des Vorstehenden fallen die diskretionären Unterstützungsmaßnahmen, die die Regierungen der Euro-Länder als Reaktion auf den Nahostkrieg ergriffen haben, nun deutlich begrenzter aus, als dies in der Vergangenheit der Fall war (siehe Abbildung B). Die seit Kriegsbeginn geleistete diskretionäre Unterstützung beläuft sich euroraumweit auf rund 0,1 % des BIP; sie besteht überwiegend aus befristeten Maßnahmen des Jahres 2026 (siehe Abbildung B, blau-weiß schraffierte Balken; siehe auch Abbildung C). Die übrigen für 2026 und 2027 ausgewiesenen Maßnahmen rühren noch von der Episode 2022 her. Der begrenzte Umfang der jüngsten finanzpolitischen Unterstützung kann teilweise auch die Erfahrungen der Vergangenheit widerspiegeln – z. B. die hohe Belastung der öffentlichen Haushalte infolge der 2022 und 2023 ergriffenen Ausgleichsmaßnahmen. Zwar trugen diese Maßnahmen seinerzeit zur Glättung der Inflation bei, doch sie erhöhten auch deren Dauer und verstärkten die Argumente für eine Aufrechterhaltung des in den Energiepreisen enthaltenen Signals und damit für die Unterstützung des ökologischen Wandels in Europa.³

Abbildung B

Energie- und inflationsbezogene Ausgleichsmaßnahmen im Euroraum seit 2021

(linke Skala: in % des BIP; rechte Skala: USD/MWh)



Quellen: Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 (Datenstand 27. Mai 2026) und London Stock Exchange Group (LSEG).

Anmerkung: Energiepreise gemäß Stichtag für die technischen Annahmen der Projektionen vom Juni 2026 (21. Mai 2026). In den Jahren 2026 und 2027 beinhaltet die energiebezogene Unterstützung ab Beginn des Nahostkriegs (blau-weiß schraffierte Balken) neue Maßnahmen sowie – im Fall einiger weniger Länder – den begrenzten Effekt der höheren Energiepreise auf bestehende Unterstützungsmaßnahmen. Die übrige Unterstützung 2026 und 2027 ergibt sich aus den sonstigen anhaltenden Effekten der energie- und inflationsbezogenen Ausgleichsmaßnahmen, die im Zuge der Energiekrise 2022 beschlossen wurden. Berechnung des synthetischen Energiepreises als gewichteter Durchschnitt des (in USD/MWh umgerechneten) Ölpreises und des (in USD/MWh gerechneten) Gaspreises, wobei die Gewichte auf dem Energieimportanteil des Euroraums in Bezug auf Öl und Gas beruhen.

Die neuen finanzpolitischen Maßnahmen beinhalten im Wesentlichen vorübergehende Senkungen der Energiesteuern sowie höhere Subventionen für Kraftstoffe, Verkehr und Strom (siehe Abbildung C, Grafik a). Diese Maßnahmen wurden von Senkungen der Mehrwertsteuersätze für Energieprodukte (im Fall einiger Länder) und sonstigen Ausgaben- und Steuermaßnahmen flankiert.

³ Siehe z. B. Bańkowski et al. (2023a) und Europäische Zentralbank (EZB, 2025).

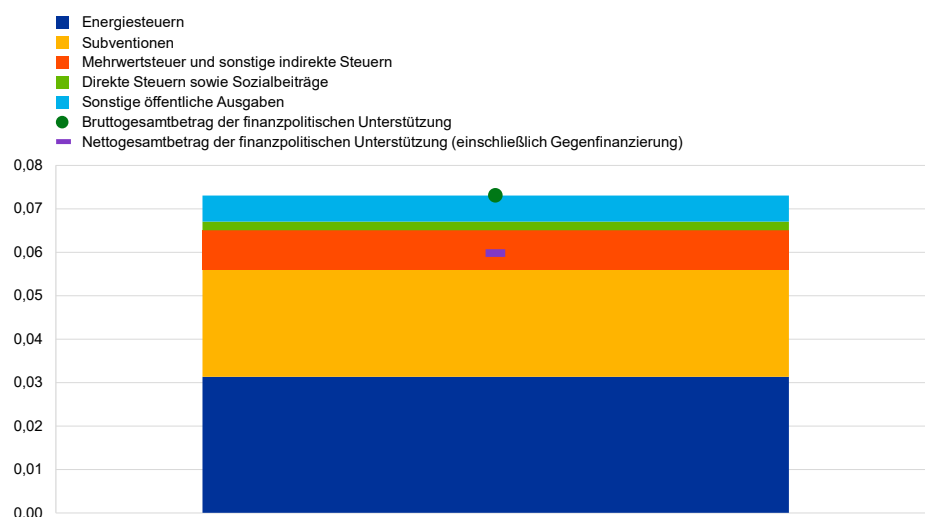
Bislang besteht die Bruttohaushaltsbelastung zu rund 60 % aus – mehrheitlich ungezielten – direkten Preismaßnahmen. Der verbleibende Anteil entfällt auf – mehr oder weniger zielgerichtete – Einkommensbeihilfen oder sonstige Ausgleichsmaßnahmen. Rund zwei Drittel der Unterstützung fließen privaten Haushalten zu, ein Drittel Unternehmen. Nur einige wenige Länder haben diskretionäre Maßnahmen zur Gegenfinanzierung beschlossen, um beispielsweise durch Senkungen der Fiskaltransfers oder Erhöhungen sonstiger indirekter Steuern einen Teil der Bruttohaushaltsbelastung aufzufangen.

Abbildung C

Energiebezogene Ausgleichsmaßnahmen im Euroraum als Reaktion auf den Nahostkrieg 2026

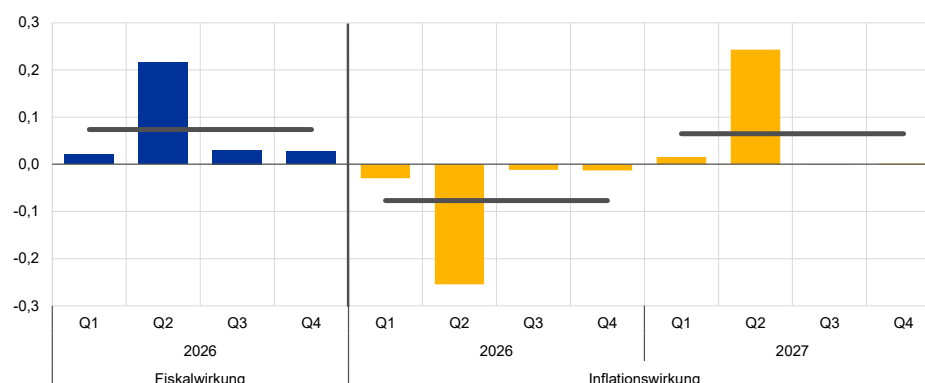
a) Umfang und Zusammensetzung

(in % des BIP)



b) Fiskal- und Inflationswirkung

(Fiskalwirkung: in % des BIP; Inflationswirkung: in Prozentpunkten)



Quelle: Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026.

Anmerkung: Grafik a: Energiebezogene Ausgleichsmaßnahmen sind Maßnahmen, die seit Beginn des Nahostkriegs bis zum Stichtag für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2026 (27. Mai 2026) ergriffen wurden. Grafik b: Bruttogesamtbetrag und Inflationswirkung der finanzpolitischen Unterstützung. Die Inflation wird am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessen. Die Balken stellen die Wirkung je Quartal im Vorjahresvergleich dar, die Linien die durchschnittliche Wirkung.

Die neuen finanzpolitischen Maßnahmen konzentrieren sich bislang auf das zweite Quartal 2026 und haben einen vorübergehenden Rückgang der Inflation

bewirkt (siehe Abbildung C, Grafik b). In vielen Ländern wurden die neuen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen zunächst nur für wenige Monate beschlossen, wobei in einigen Fällen eine Verlängerung angekündigt wurde. Gemäß den zum Stichtag für die Juni-Projektionen vorliegenden Schätzungen ist die jährliche HVPI-Inflation im zweiten Quartal 2026 um rund 0,2 Prozentpunkte gesunken und wird im zweiten Quartal 2027 aufgrund der Befristung der finanzpolitischen Maßnahmen in vergleichbarem Umfang ansteigen.

Die Möglichkeit, dass sich aktuelle oder künftige diskretionäre Energiemaßnahmen über einen Anstieg der inflationsbedingten Einnahmen selbst finanzieren, dürfte weiterhin begrenzt sein. Energieangebotschocks werden auf kurze Sicht wohl nicht zu höheren Einnahmenquoten führen, und der Druck auf die öffentlichen Ausgaben dürfte mittelfristig zunehmen. Dies lässt sich aus früheren Analysen zum Eurosystem schließen.⁴ Nach einem negativen Ölangebotsschock (und ohne energiebezogene Ausgleichsmaßnahmen) könnten sich zunächst höhere Steuereinnahmen aus dem Anstieg der Energiepreise und der nominalen Steuerbemessungsgrundlagen ergeben. Dieser Effekt dürfte jedoch allmählich kompensiert werden, wenn die verfügbaren Einkommen und damit der private Verbrauch inflationsbedingt sinken. In den einzelnen Euro-Ländern führten negative Ölangebotsschocks in der Vergangenheit zu sehr unterschiedlichen Entwicklungen der indirekten Steuern im Verhältnis zum BIP. Euroraumweit war jedoch in den Quartalen nach dem Schock kein allgemeiner Aufwärtstrend dieser Quote zu beobachten (siehe Abbildung D, Grafik a).⁵

⁴ Siehe: EZB (2025); Burriel Llobart et al. (2024); Bańkowski et al. (2023b).

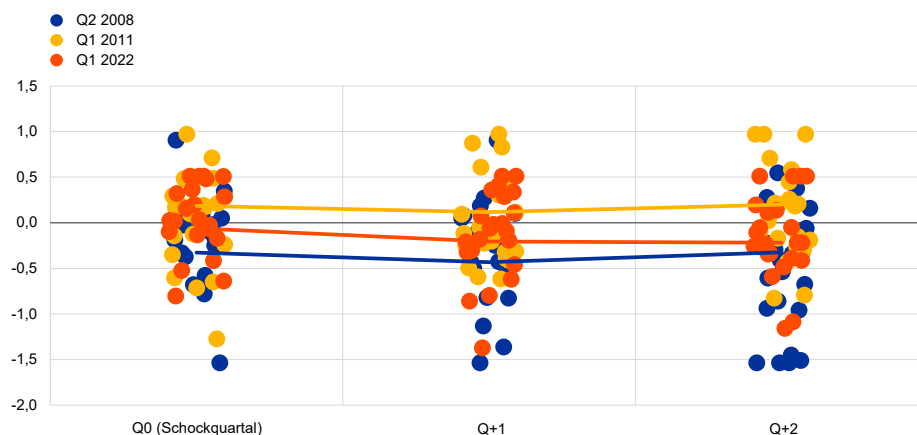
⁵ Die Schocks stammen aus Gazzani et al. (2024). Zwecks Vergleichbarkeit mit dem Preisanstieg vom März 2026 wurden jedoch nur die größten monatlichen Ölangebotsschocks ausgewählt (d. h. Anstieg des durchschnittlichen monatlichen Ölpreises auf über 100 USD je Barrel).

Abbildung D

Steuerliche Entwicklung im Euroraum nach großen negativen Ölangebotsschocks

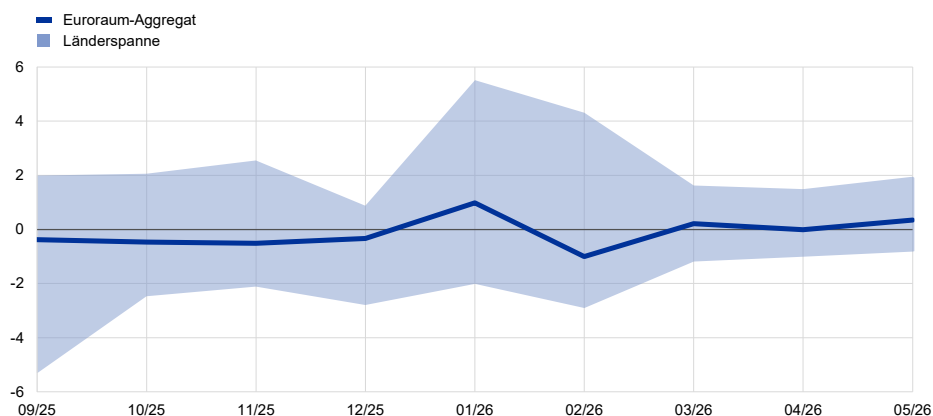
a) Veränderung der indirekten Steuern im Verhältnis zum BIP nach großen Ölangebotsschocks, Euro-Länder und Euroraum-Aggregat

(in Prozentpunkten des BIP)



b) Aktuelle Entwicklung der Mehrwertsteuereinnahmen

(Abweichung vom vorherigen Zehnmonatsdurchschnitt in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026, Haver Analytics und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Grafik a: Veränderung der indirekten Steuern im Verhältnis zum BIP nach vergangenen großen Ölangebotsschocks im Vergleich zu den durchschnittlichen Quoten in den vier Quartalen vor dem Schock. Die Punkte kennzeichnen die Euro-Länder und die Linien das Euroraum-Aggregat. Die Quartalsdaten wurden am 1. und 99. Perzentil winsorisiert. Grafik b: Abweichung der monatlichen Jahreswachstumsrate der Mehrwertsteuereinnahmen von ihrem historischen Normwert, gemessen anhand rollierender zehnjähriger Verteilungen, die auf die Standardabweichung normiert wurden. Der Zeitraum von März 2020 bis Juni 2021 wurde aus dem Zehnjahresdurchschnitt herausgenommen, da er von erheblichen Schwankungen der Mehrwertsteuereinnahmen geprägt war. In beiden Grafiken entspricht das Euroraum-Aggregat dem BIP-gewichteten Durchschnitt der Euro-Länder.

Die auf Euroraumebene für das Jahr 2026 vorliegenden Daten zur Mehrwertsteuer enthalten bislang keinen Hinweis darauf, dass die Steuereinnahmen infolge der höheren Ölpreise gestiegen sind (siehe Abbildung D, Grafik b). Von März bis Mai 2026 blieben die

Mehrwertsteuereinnahmen in den einzelnen Ländern innerhalb ihrer historischen Bandbreite. Die Einnahmen aus sonstigen indirekten Steuern wie den Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe dürften indes negativ beeinflusst werden, da die Steuersätze in vielen Ländern abgesenkt wurden und nicht auf monetäre Beträge, die sich durch höhere Preise verändern, sondern auf Mengeneinheiten erhoben werden.

Perspektivisch stellt der jüngste Energiepreisschock die Finanzpolitik vor Herausforderungen.

Derzeit ist der fiskalische Spielraum stärker eingeschränkt als in der Vergangenheit. Die Möglichkeit, dass sich diskretionäre energiebezogene Maßnahmen selbst finanzieren, ist ebenfalls eingeschränkt. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ist ein entscheidender Anker für die allgemeine wirtschaftliche Stabilität. In diesem Sinne sollte die finanzpolitische Unterstützung zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. In der aktuellen Lage könnte dies umso wichtiger sein, denn es gilt, den fiskalischen Spielraum und die Signale der Energiepreise zu erhalten, dabei aber gleichzeitig die anfälligsten Privathaushalte und Unternehmen zu schützen.

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.

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

Bańkowski, K., Checherita-Westphal, C., Jesionek, J. und Muggenthaler, P. (2023b), [The effects of high inflation on public finances in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 332, Dezember.

Burriel Llombart, P., Odendahl, F. und Párraga Rodríguez, S. (2024), [Asymmetries in the transmission of energy price increases and decreases to underlying inflation in the euro area and Spain](#), Banco de España, Economic Bulletin 2024/Q1.

Checherita-Westphal, C. (2023), [Auswirkungen diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP von 2020 bis 2022](#), Kasten 2, in: De Santis, R. A. und Stoevsky, G., Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2023.

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

Gazzani, A., Venditti, F. und Veronese, G. (2024), [Oil price shocks in real time](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 144, Mai.

Aufsatz

1 Die Kosten des Nichtwissens: Wie Unsicherheit die Wirtschaft des Euroraums belastet

Malin Andersson, Alina Bobasu, Lorena Saiz und Stefania Scrofani

1 Einleitung

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld wird zunehmend von wirtschaftlicher Unsicherheit bestimmt. In den vergangenen Jahren war die Wirtschaft des Euroraums einer Reihe von großen, vielgestaltigen Schocks ausgesetzt. Diese gingen mit einer merklichen Zunahme der Unsicherheit und einer spürbaren Abschwächung oder gar einem Rückgang der Wirtschaftstätigkeit einher. Im aktuellen geopolitischen Umfeld ist es besonders wichtig, die Bedeutung und die wirtschaftlichen Auswirkungen der Unsicherheit nachzuvollziehen.

Der Zusammenhang zwischen Unsicherheit und Konjunkturentwicklung ist sowohl theoretisch als auch empirisch gut belegt. Wird die Zukunft ungewisser, reduzieren die privaten Haushalte tendenziell ihre Ausgaben und setzen verstärkt auf Vorsorgespahren. Unternehmen fahren Investitionen zurück und verschieben Entscheidungen über Neueinstellungen. Häufig verschärfen sich auch die Finanzierungsbedingungen, weil Investoren einen höheren Ausgleich für die Unsicherheit ihrer Anlagen fordern. In der Folge steigen die Risikoprämien, und Kredite verteuern sich oder werden schwerer zugänglich. Die Unsicherheit kann entweder unvermittelt und auf exogener Ebene zunehmen, etwa als direkte Folge eines geopolitischen Ereignisses, oder sie kann als Reaktion auf andere Schocks steigen und deren direkte Auswirkungen auf die Konjunktur verstärken.

Im vorliegenden Aufsatz werden die jüngsten Entwicklungen der Unsicherheitsindikatoren für den Euroraum untersucht und die Auswirkungen steigender Unsicherheit auf die Konjunktur beurteilt. In Abschnitt 2 wird das Konzept der wirtschaftlichen Unsicherheit definiert, und es werden die jüngsten Entwicklungen der verfügbaren Messgrößen dargestellt. Abschnitt 3 befasst sich mit den Transmissionskanälen, über welche die Unsicherheit auf die Konsumausgaben und Investitionen sowie auf die Realwirtschaft im weiteren Sinne durchwirkt. Abschnitt 4 liefert empirische Belege dazu, auf welchen Wegen sich die Unsicherheit auf die realwirtschaftliche Aktivität auswirkt, und Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Wirtschaftliche Unsicherheit: Vom Konzept zur Messung

Wirtschaftliche Unsicherheit gibt an, wie schwierig es für private Haushalte, Unternehmen, Investoren und die Politik ist, die zukünftige wirtschaftliche

Entwicklung einzuschätzen. Sie ist dann gegeben, wenn für die zukünftige Wirtschaftslage eine große Bandbreite möglicher Szenarien besteht, deren Wahrscheinlichkeit nur schwer quantifizierbar ist, oder wenn sich die Grundstruktur der Wirtschaft zu wandeln scheint. Konkret spiegelt Unsicherheit fehlende Klarheit über Variablen wie das zukünftige Wachstum, die Inflations- und Zinsentwicklung, Beschäftigung, Gewinne, Vermögenspreise oder politische Entscheidungen wider. Unsicherheit kann verschiedene Ursachen haben. Dazu zählen gesamtwirtschaftliche Schocks wie unerwartete Rezessionen, Inflationsschübe oder Wechselkursschwankungen, politische Entwicklungen wie Handelskonflikte oder Veränderungen des regulatorischen Umfelds, geopolitische Ereignisse wie Kriege oder Terroranschläge, Finanzmarktstress – beispielsweise durch Bankenkrisen oder drastische Korrekturen der Vermögenspreise –, technologischer und struktureller Wandel durch rasche Innovationen, Digitalisierung und Automatisierung sowie Naturkatastrophen oder Gesundheitskrisen wie Pandemien.

Unsicherheit unterscheidet sich von dem Konzept her von Risiko und Vertrauen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht entsteht Unsicherheit nach Knight (1921) in Situationen, in denen die Bandbreite der möglichen Ergebnisse und ihrer Wahrscheinlichkeiten unklar und schwer abschätzbar ist. Von Risiko spricht man dagegen, wenn die Verteilung der Ergebnisse bekannt ist oder hinreichend abgeschätzt werden kann. Unsicherheit ist aber auch von Vertrauen abzugrenzen. Vertrauen bezieht sich auf die Erwartungen bezüglich des wahrscheinlichsten Ergebnisses, spiegelt also wider, in welche Richtung sich die Wirtschaft nach Einschätzung der privaten Haushalte und der Unternehmen entwickeln dürfte. Dagegen erfasst die Unsicherheit die Spanne der Verteilung möglicher Ergebnisse, d. h. die Uneinigkeit der privaten Haushalte und Unternehmen über die Bandbreite möglicher zukünftiger Ergebnisse, unabhängig von der zentralen Erwartung.

Unsicherheit kann als exogene Quelle gesamtwirtschaftlicher Schwankungen wirken. Lässt ein Ereignis die Unsicherheit abrupt ansteigen, ist die zukünftige Entwicklung plötzlich schwieriger abschätzbar. Dies kann auch ohne eine vorherige Verschlechterung der Wirtschaftslage passieren, sodass sich der damit verbundene Anstieg der Näherungsgrößen für die Unsicherheit nicht vollständig auf andere exogene Schocks zurückführen lässt. Ein Beispiel für einen derartigen Unsicherheitsschock war die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der Handelspolitik der Jahre 2018 und 2025: In beiden Jahren stieg die handelspolitische Unsicherheit infolge unerwartet angekündigter, anschließend eskalierter und neu verhandelter Anpassungen der US-Zölle drastisch an.

Der Grad der Unsicherheit kann sich auch als Reaktion auf andere in der Wirtschaft auftretende Schocks ändern. Teilweise können sich dadurch die Auswirkungen von anderen Schocks, wie etwa Nachfrageeinbrüchen oder Engpässen beim Ölangebot, verstärken. Ein Beispiel für einen endogenen Anstieg der Unsicherheit war die weltweite Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009. Der erste auslösende Faktor war damals der Finanzschock, dessen konjunkturdämpfende Effekte sich durch die erhöhte Unsicherheit über die Dauer und Tiefe der Krise und deren Ausbreitung verstärkten.¹ Unsicherheit kann jedoch auch die Auswirkungen

¹ Siehe Bloom (2014).

anderer Schocks, wie etwa eines akkommodierenden geldpolitischen Schocks, abfedern, indem sie private Haushalte und Unternehmen zu vorsichtigem Handeln veranlasst. Ein derartiges Verhalten könnte die Reagibilität der Wirtschaft begrenzen und die beabsichtigte stimulierende Wirkung politischer Maßnahmen dämpfen.

Der vorliegende Aufsatz konzentriert sich vor allem auf Unsicherheit als exogene Quelle gesamtwirtschaftlicher Schwankungen und damit als exogenen Schock. Derartige Schocks lassen sich methodisch nur schwer

abgrenzen und werden daher mithilfe verschiedener Identifizierungsstrategien und Annahmen geschätzt.

Wirtschaftliche Unsicherheit ist nicht beobachtbar und wird anhand einer Vielzahl von Näherungsgrößen gemessen, die sich sowohl in ihrer Methodik als auch in ihrem Umfang unterscheiden.² Zwar gibt es keinen allgemeingültigen objektiven Indikator, doch lassen sich die Näherungsgrößen der Unsicherheit in der Regel in vier Hauptkategorien einteilen.

Zu den **textbasierten Indikatoren** zählen etwa der von Baker et al. (2016) entwickelte Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit (WPU) und die von Caldara et al. (2020) sowie Caldara und Iacoviello (2022) konzipierten Indizes der handelspolitischen Unsicherheit (HPU) und der geopolitischen Risiken. Derartige Messgrößen erfassen die Unsicherheit hinsichtlich der politischen und geopolitischen Entwicklung anhand von Medienberichten, Earnings Calls und anderen Textquellen. Ihre Genauigkeit und Zuverlässigkeit kann jedoch durch einen im Zeitverlauf veränderten Sprachgebrauch, die inhärenten Verzerrungen der zugrunde liegenden Nachrichtenquellen sowie ungenaue Wortzählungen als Messgrößen der Intensität beeinträchtigt werden. So schwankt der HPU-Index tendenziell stark und erfasst möglicherweise nicht nur Unsicherheitsschocks, sondern auch tatsächliche politische Veränderungen und Verlagerungen des Medieninteresses.³

Umfragebasierte Indikatoren spiegeln die Wahrnehmung von Unternehmen bzw. privaten Haushalten wider. In den Umfragen der Europäischen Kommission werden beispielsweise Unternehmer und Verbraucher dazu befragt, wie schwierig es für sie ist, Prognosen zur Geschäftslage bzw. finanziellen Situation zu treffen. Solche monatlichen Indikatoren erfassen jedoch nicht unbedingt zeitnah die Unsicherheit in Bezug auf sich rasch entwickelnde Ereignisse.

Finanzmarktbasierte Indikatoren wie implizite Messgrößen der Aktienmarktvolatilität reagieren schnell auf neue Informationen und liefern hochfrequente Echtzeitsignale der unter den Marktteilnehmern herrschenden

² In der Praxis kann ein sprunghafter Anstieg einer dieser Messgrößen den kombinierten Effekt eines tatsächlichen exogenen Unsicherheitsschocks und anderer, gleichzeitig auftretender Störungen widerspiegeln, etwa einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten oder einer Verlagerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Daher lässt sich der Einfluss der Unsicherheit nur schwer von den Auswirkungen des breiteren gesamtwirtschaftlichen Umfelds abgrenzen, in dem sie entsteht.

³ Bobasu und Pierluigi (2026) verwenden in ihrer Analyse eine bereinigte Messgröße der handelspolitischen Unsicherheit. Darin werden die Faktoren Medienberichterstattung, effektive Zollsätze, Finanzierungsbedingungen und Druck auf die Lieferketten herausgerechnet, um diesen Beschränkungen entgegenzuwirken.

Unsicherheit. Häufig wird hier auf den VSTOXX-Index zurückgegriffen. Dieser auf EURO STOXX 50-Optionskontrakten mit Laufzeiten von einem Monat bis zu zwei Jahren basierende Indikator der impliziten Volatilität liefert eine zukunftsgerichtete, hochfrequente Messgröße der Anlegerunsicherheit in Bezug auf die größten Unternehmen im Euroraum. Ein weiteres Beispiel ist der zusammengesetzte Indikator für systemischen Stress (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS), der 15 Einzelmessgrößen für Finanzstress in fünf Marktsegmenten aggregiert und deren zeitvariable Kreuzkorrelationen berücksichtigt.⁴ Ausschläge dieser Indikatoren sind jedoch nicht immer tatsächlich durch gesamtwirtschaftliche Unsicherheit bedingt, sondern können auch mit Veränderungen der Risikoaversion oder der Anlegerstimmung zusammenhängen. Daher sind sie schwerer interpretierbar.

Als vierte Kategorie erfassen **modellbasierte Messgrößen** den Grad der Unberechenbarkeit gesamtwirtschaftlicher Ergebnisse. So definieren beispielsweise Jurado et al. (2015) Unsicherheit in ihrer Messgröße als die Volatilität der Prognosefehler, die bei einer großen Zahl von Konjunkturindikatoren auf Dreimonatssicht zu beobachten sind. Die Prognoseuneinigkeit ist eine weitere modellbasierte Messgröße, die häufig als Näherung für die wirtschaftliche Unsicherheit herangezogen wird. Beispielsweise signalisiert eine zunehmende Streuung der Prognosen der von Consensus Economics befragten Analysten in der Regel, dass die Einschätzung der Konjunkturaussichten schwieriger geworden ist. Derartige Messgrößen erfassen jedoch nicht den Grad der Unsicherheit in Bezug auf die einzelnen Prognosen, sondern Unterschiede zwischen den Auffassungen verschiedener Prognostiker. Bei ihrer Interpretation ist daher Vorsicht geboten.

Während die Indikatoren, die die längerfristige politische Unsicherheit und die geopolitische Unsicherheit erfassen, anhaltend erhöht sind, sind die enger an die kurzfristige finanzielle und wirtschaftliche Lage gekoppelten Messgrößen inzwischen von ihren während der Pandemie registrierten Spitzenwerten wieder auf ein normaleres, vergleichsweise niedriges Niveau gesunken.⁵ Was die textbasierten Messgrößen betrifft, so ist der WPU-Index im Gefolge zahlreicher Schocks gestiegen (siehe Abbildung 1). Seit 2019 liegt er ununterbrochen über den historischen Normwerten und hat sich dabei sukzessive erhöht. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte umfragebasierte Indikator der wirtschaftlichen Unsicherheit zeigte während der Pandemie und auch zum Zeitpunkt des russischen Einmarschs in die Ukraine eine starke Zunahme (siehe Abbildung 1). Der HPU-Index stieg um die Zollankündigungen im Jahr 2018 und zuletzt auch im Jahr 2025 sprunghaft an (siehe Abbildung 2). Die finanzmarktbasierten Indikatoren der Unsicherheit kletterten tendenziell in Phasen mit erhöhtem Finanzstress auf Höchststände (siehe Abbildung 3). Modellbasierte Messgrößen der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit, etwa der von Jurado et al. (2015) entwickelte Indikator, sowie die Messgröße für die Prognoseuneinigkeit deuten darauf hin, dass der Ausbruch der COVID-19-Pandemie in Europa den größten Unsicherheitschock der jüngeren Zeit auslöste, der sogar jenen während der weltweiten Finanzkrise übertraf (siehe Abbildung 4). Abgesehen von diesen beiden Großereignissen zeigten

⁴ Siehe Holló et al. (2012).

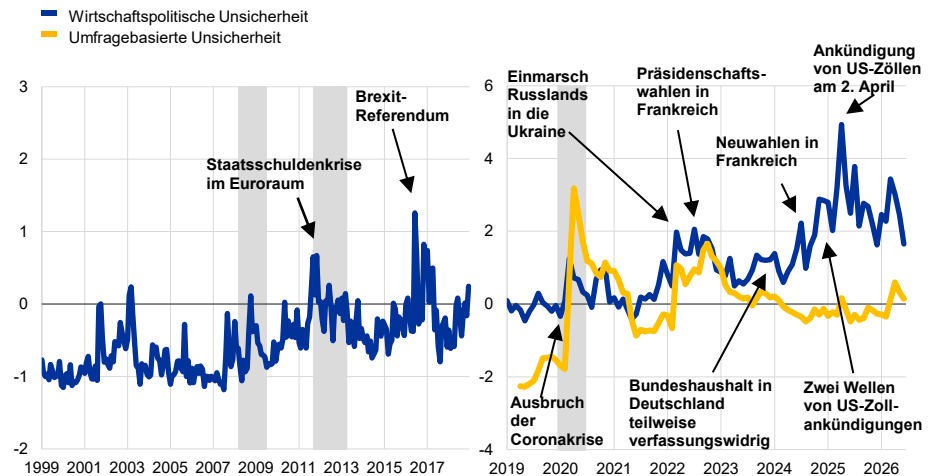
⁵ Siehe Andersson et al. (2025).

sich diese beiden Indikatoren jedoch stabiler als die text- und marktbasierten Näherungsgrößen.

Abbildung 1

Wirtschaftspolitische Unsicherheit und umfragebasierte Unsicherheit

(standardisierter Index)



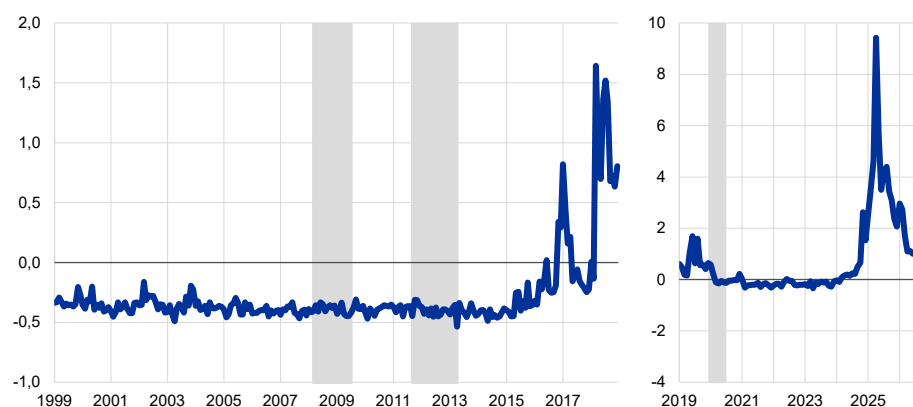
Quellen: Baker et al. (2016) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grau hinterlegten Bereiche markieren die vom Centre for Economic Policy Research (CEPR) erfassten Rezessionen im Euroraum. Ab dem Jahr 2001 beziehen sich die Daten auf die vier größten Euroraum-Länder, gewichtet nach ihrem jeweiligen BIP im Jahr 2025. Vor 2001 basiert die Zeitreihe auf den drei größten Euroraum-Ländern Deutschland, Frankreich und Italien, da für Spanien keine Daten vorliegen. Beide Reihen sind über die jeweiligen Stichproben hinweg standardisiert. Die umfragebasierte Zeitreihe der Europäischen Kommission beginnt im April 2019. Dabei handelt es sich um den gewichteten Durchschnitt der sektoralen Zeitreihen für die Industrie (40 %), den Dienstleistungssektor (30 %), die Verbraucher (20 %), das Baugewerbe (5 %) und den Einzelhandel (5 %), ausgedrückt als Salden in Prozentpunkten. Die Zeitreihen sind über die jeweilige Stichprobe hinweg standardisiert. Es sind nur die in den Hauptschätzungen enthaltenen Unsicherheitsschocks berücksichtigt (siehe Abbildung 5). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026.

Abbildung 2

Handelspolitische Unsicherheit

(standardisierter Index)



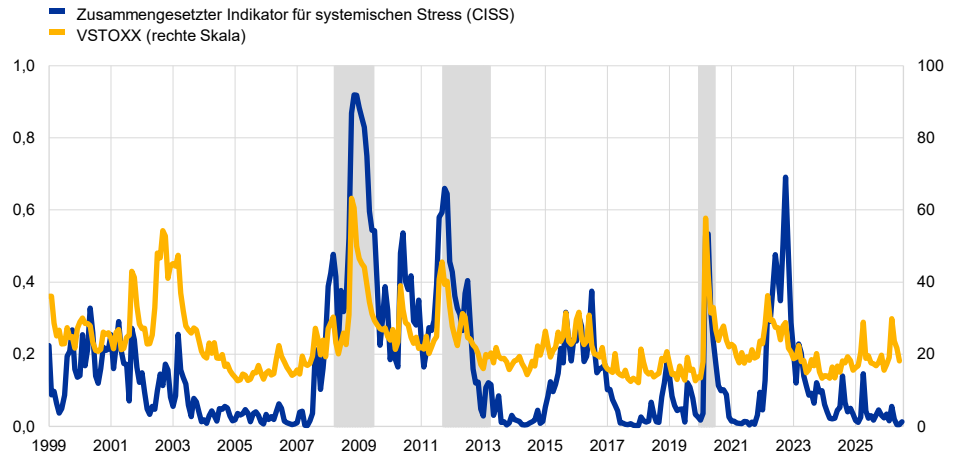
Quellen: Caldara et al. (2020) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grau hinterlegten Bereiche markieren die vom Centre for Economic Policy Research (CEPR) erfassten Rezessionen im Euroraum. Die Abbildung zeigt den HPU-Index nach Caldara et al. (2020) für die Vereinigten Staaten. Sie ist in zwei Grafiken gegliedert, um das zuletzt höhere Gesamtniveau des Indikators besser darzustellen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026.

Abbildung 3

Finanzmarktbasierte Messgrößen der wirtschaftlichen Unsicherheit

(linke Skala: normalisierte Skala; rechte Skala: Index)



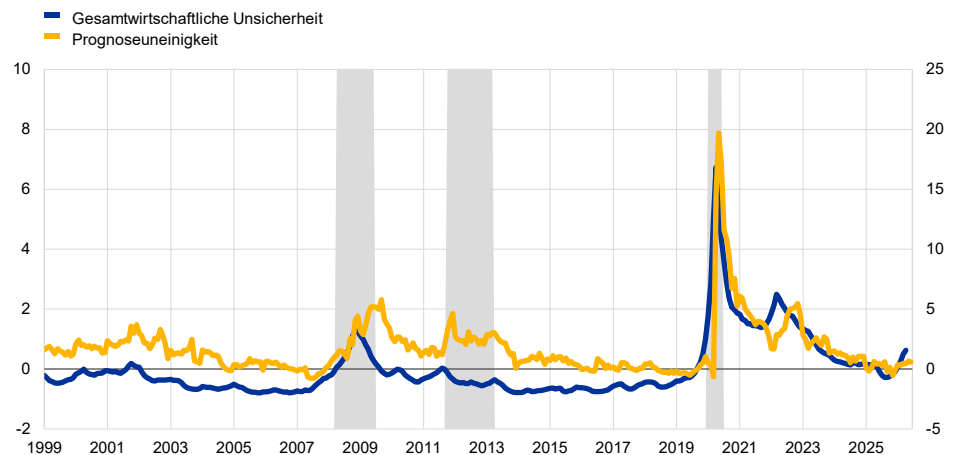
Quellen: Haver Analytics und EZB.

Anmerkung: Die grau hinterlegten Bereiche markieren die vom Centre for Economic Policy Research (CEPR) erfassten Rezessionen im Euroraum. Der Composite Indicator of Systemic Stress (CISS) ist als normalisierte Skala zwischen 0 und 1 dargestellt. Der VSTOXX-Index zeigt die aus acht VSTOXX-Teilindizes abgeleitete implizite Volatilität für auf der Eurex-Plattform gehandelte EURO STOXX 50-Optionskontrakte mit Fälligkeiten von einem, zwei, drei, sechs, neun, zwölf, 18 und 24 Monaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2026 (CISS) und Juli 2026 (VSTOXX).

Abbildung 4

Modellbasierte und statistische Messgrößen der wirtschaftlichen Unsicherheit

(standardisierte Indizes)



Quellen: Jurado et al. (2015) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grau hinterlegten Bereiche markieren die vom Centre for Economic Policy Research (CEPR) erfassten Rezessionen im Euroraum. Die Datenreihen sind über die jeweiligen Stichproben hinweg standardisiert. Die Messgröße für die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit stammt aus Jurado et al. (2015). Die Autoren definieren Unsicherheit als Volatilität der Prognosefehler, die bei einer großen Zahl von Konjunkturindikatoren auf Dreimonatssicht zu beobachten sind. Die Prognoseuneinigkeit im Euroraum wird gemessen als ungewichteter Durchschnitt der Standardabweichungen der Wachstumsprognosen der von Consensus Economics befragten Analysten zum realen BIP, den privaten Konsumausgaben, den Anlageinvestitionen, den Verbraucherpreisen, der Industrieproduktion und den langfristigen Zinsen für das kommende Jahr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2026 (gesamtwirtschaftliche Unsicherheit) bzw. Juni 2026 (Prognoseuneinigkeit).

3 Kanäle für die Transmission von Unsicherheit auf die Realwirtschaft

In der Fachliteratur wird eine Reihe von Transmissionskanälen genannt, über die Unsicherheitsschocks die realwirtschaftliche Aktivität dämpfen. Als erster Kanal sind hier die „realen Optionen“ zu nennen. Die theoretischen Grundlagen dieses Kanals beruhen auf der Irreversibilität der meisten Investitionsausgaben und auf dem Optionswert des Wartens. Laut Bernanke (1983) besteht für Unternehmen in einem Umfeld mit erhöhter Unsicherheit bei unumkehrbaren Investitionsentscheidungen der Anreiz, Maßnahmen zu verschieben, also abzuwarten, bis größere Klarheit entsteht. Dies führt zu einem zyklischen Rückgang der Investitionsausgaben. Bloom (2009) zufolge veranlasst eine höhere Unsicherheit Unternehmen dazu, ihre Investitionsausgaben und Neueinstellungen vorübergehend auszusetzen. Infolgedessen kommt es zum typischen V-förmigen Verlaufsmuster bei der Produktion und Beschäftigung. Der Kanal der realen Optionen entfaltet aber nicht nur investitionsdämpfende Effekte. Für Unternehmen, deren Tätigkeit sich vor allem auf immaterielle Vermögenswerte stützt, eröffnen frühe Investitionen in Forschung und Entwicklung oder in Organisationskapital zukünftige Wettbewerbschancen, die ansonsten dauerhaft versperrt wären. Dies hängt damit zusammen, dass sich die Akkumulation von immateriellem Kapital kontinuierlich aufbaut und pfadabhängig ist. Dadurch entstehen Anreize für Unternehmen, derartige Ausgaben fortzuführen und Arbeitskräfte in Abschwungphasen zu horten (Dixit und Pindyck, 1994).

Ein zweiter gut etablierter Kanal ist das Vorsorgespargen. Höhere Unsicherheit lässt die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben senken und stattdessen Ersparnisse bilden. Dies führt zu einer aufgeschobenen und anhaltend schwachen Nachfrage (Coibion et al., 2024). Besonders ausgeprägt dürfte dieser Effekt bei großen Anschaffungen wie Wohnimmobilien und Pkws sein, bei denen die Ausgaben hoch und nur schwer umkehrbar sind.

Ein dritter Kanal, der den anfänglichen Effekt der realen Optionen verstärkt, ist der Kanal der finanziellen Friktionen. Laut Caldara et al. (2016) stehen Unsicherheitsschocks, die über den Kanal der finanziellen Friktionen wirken, in engem Zusammenhang mit sich ausweitenden Kreditspreads und einer sich verringernenden Risikotragfähigkeit von Kreditgebern wie Banken. Dadurch erhöhen sich die Risikoaufschläge für Außenfinanzierungsmittel sowie die Kreditkosten, und die direkte Wirkung der abwartenden Haltung auf Investitionen über ein angespannteres Kreditangebot wird verstärkt. Alfaro et al. (2024) prägten den Begriff des „Multiplikators der finanziellen Unsicherheit“, um die Rolle finanzieller Friktionen bei der Verstärkung der realen Effekte von Unsicherheitsschocks zu beschreiben.

Und schließlich können private Haushalte und Unternehmen ihr Verhalten im Zeitverlauf anpassen, insbesondere wenn die Unsicherheit über einen längeren Zeitraum anhaltend hoch bleibt. Wird die Unsicherheit zur neuen Normalität, können private Haushalte und Unternehmen ihre Erwartungen und Entscheidungsrahmen entsprechend daran ausrichten. Beispielsweise könnten Unternehmen ihre Geschäftstätigkeit flexibler gestalten, agilere Fertigungsprozesse

einführen oder Lieferketten diversifizieren, um ihre Abhängigkeit von einem volatilen Umfeld zu verringern (Namdar et al., 2025). Unternehmen, die anhaltender Unsicherheit ausgesetzt sind, könnten zudem in Technologien investieren, die ihre Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit steigern (Bloom, 2009; Dixit und Pindyck, 1994).⁶ Private Haushalte optimieren womöglich ihr Spar- und Ausgabenverhalten, um auch in einem unsicheren Umfeld besser zurechtzukommen, indem sie vorsorglich größere Beträge ansparen und die Konsumausgaben gleichmäßiger über die Zeit verteilen.

4 Empirische Belege für die Auswirkungen von Unsicherheit auf die realwirtschaftliche Aktivität im Euroraum

In diesem Abschnitt wird ein strukturelles bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (SVAR-Modell) mit narrativen Restriktionen und Vorzeichenrestriktionen zur Erfassung der Auswirkungen der wirtschaftspolitischen Unsicherheit auf die Konjunktur herangezogen. Den unabhängigen Beitrag der Unsicherheit zu ermitteln, ist methodisch herausfordernd. Dazu sind weitere Annahmen über die Bestimmungsfaktoren der Unsicherheitsindikatoren zu gegebenen Zeitpunkten erforderlich. Mithilfe narrativer Restriktionen und Vorzeichenrestriktionen lassen sich exogene Veränderungen der Unsicherheit identifizieren. Bei narrativen Restriktionen nach Antolín-Díaz und Rubio-Ramírez (2018) muss die Dynamik der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in den angegebenen Episoden zum Großteil durch den identifizierten Unsicherheitsschock erklärbar sein. Um Bedenken Rechnung zu tragen, dass die narrative Methode die Endogenität zwischen Unsicherheit und anderen volkswirtschaftlichen Messgrößen möglicherweise nicht vollständig auflöst, werden in diesem Abschnitt zusätzlich die Ergebnisse eines ergänzenden Proxy-SVAR-Modells zur Identifizierung von Unsicherheitsschocks untersucht.

Ungeachtet der Vielzahl der verfügbaren Messgrößen für die Unsicherheit konzentriert sich die empirische Analyse vor allem auf den WPU-Index. Anders als bei Indikatoren der Finanzmarktvolatilität wie dem VSTOXX-Index werden Höchststände beim WPU überwiegend von politischen und institutionellen Entwicklungen bestimmt, deren Zeitpunkt in Bezug auf den Konjunkturzyklus exogen sein kann.⁷ Außerdem ist der WPU-Index einer der umfassendsten verfügbaren Indikatoren. Er aggregiert Nachrichtensignale über mehrere Politikbereiche wie die Finanz- und Handelspolitik hinweg und ist daher für die Messung der Unsicherheit in der jüngsten Vergangenheit besonders gut geeignet. Er ist den letzten Jahren erhöht geblieben und somit auch aktuell sehr relevant.

Die aus dem empirischen Modell gewonnenen Ergebnisse belegen, dass sich die zunehmende Unsicherheit negativ auf die Konjunkturentwicklung im Euroraum auswirkt. Im Rahmen der narrativen Restriktionen werden mehrere Episoden definiert, in denen ein drastischer Anstieg der wirtschaftspolitischen

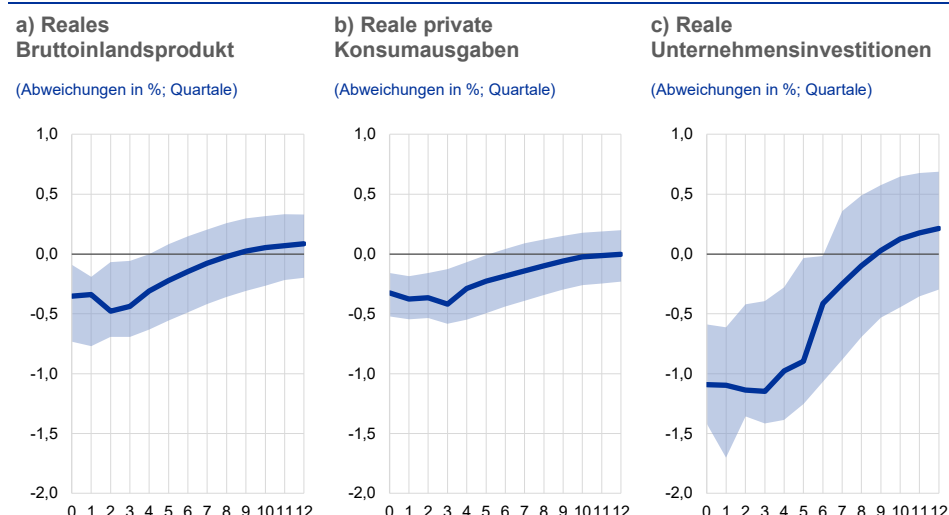
⁶ Gleichzeitig fällt die Elastizität der Investitionen gegenüber Veränderungen ihrer Bestimmungsfaktoren in Phasen höherer Unsicherheit möglicherweise geringer aus als in Phasen mit normaler Unsicherheit.

⁷ Siehe Azqueta-Gavaldón et al. (2026).

Unsicherheit im Euroraum eindeutig auf exogene Quellen zurückzuführen war (siehe Abbildung 1).⁸ Der WPU-Index nahm zu allen untersuchten Zeitpunkten zu, womit robuste, in sich konsistente Anker für die Identifizierung zur Verfügung standen. Die Ergebnisse des narrativen SVAR-Modells offenbaren, dass die negativen Auswirkungen dieser Episoden auf das reale BIP-Wachstum in erster Linie niedrigeren Unternehmensinvestitionen und in geringerem Maße der Entwicklung der privaten Konsumausgaben geschuldet waren (siehe Abbildung 5).⁹ Die deutlichsten Effekte zeigten sich bei beiden Komponenten der Binnennachfrage nach etwa drei Quartalen. Die privaten Konsumausgaben gingen an ihrem Tiefpunkt um 0,4 % zurück und begannen sich danach allmählich zu erholen. Die Unternehmensinvestitionen sanken dagegen um 1,2 % und blieben nach dem Schock noch über einen gewissen Zeitraum gedämpft.

Abbildung 5

Auswirkungen eines Anstiegs der wirtschaftspolitischen Unsicherheit: Modellbasierte Schätzungen im narrativen SVAR-Rahmen



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Impulsreaktionen auf einen Schock der wirtschaftspolitischen Unsicherheit mit einer Standardabweichung, ermittelt anhand narrativer Vorzeichenrestriktionen in einem bayesianischen SVAR-Modell auf Basis vierteljährlicher Euroraum-Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 2001 bis zum ersten Quartal 2026. Das Modell umfasst sieben Variablen (WPU-Index, reales BIP-Wachstum, Anstieg der privaten Konsumausgaben, Investitionswachstum, HVPI-Inflation, Aktienrenditen und Durchschnitt der kurz- und langfristigen Zinsen) mit vier Verzögerungen und einem Minnesota-Prior. Die Identifizierung erfolgt über narrative Vorzeichenrestriktionen nach Antolin-Díaz und Rubio-Ramírez (2018). Die Restriktionen erfordern, dass der Unsicherheitsschock den Großteil der Dynamik des WPU-Index in den folgenden Episoden erklärt: Staatsschuldenkrise im Euroraum, Brexit-Referendum, Ausbruch der COVID-19-Pandemie, Einmarsch Russlands in die Ukraine, französische Präsidentschaftswahlen 2022, Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom November 2023 über die teilweise Verfassungswidrigkeit des Haushalts, vorgezogene Neuwahlen in Frankreich im Juni und Juli 2024 sowie drei aufeinanderfolgende Wellen der Eskalation der US-Handelspolitik Ende 2024 und 2025. Das Modell identifiziert zudem einen Nachfrage- und Angebotsschock. Die schattierten Bereiche markieren Konfidenzintervalle von 68 %.

Darüber hinaus legt die Modellschätzung nahe, dass Schocks der wirtschaftspolitischen Unsicherheit die Konjunktur im Euroraum im Jahr 2025 erheblich belastet haben. Der narrative Rahmen deutet darauf hin, dass Unsicherheitsschocks das Wachstum des realen BIP im Zeitraum vom ersten Quartal 2025 bis zum ersten Quartal 2026 um rund 0,4 Prozentpunkte dämpften,

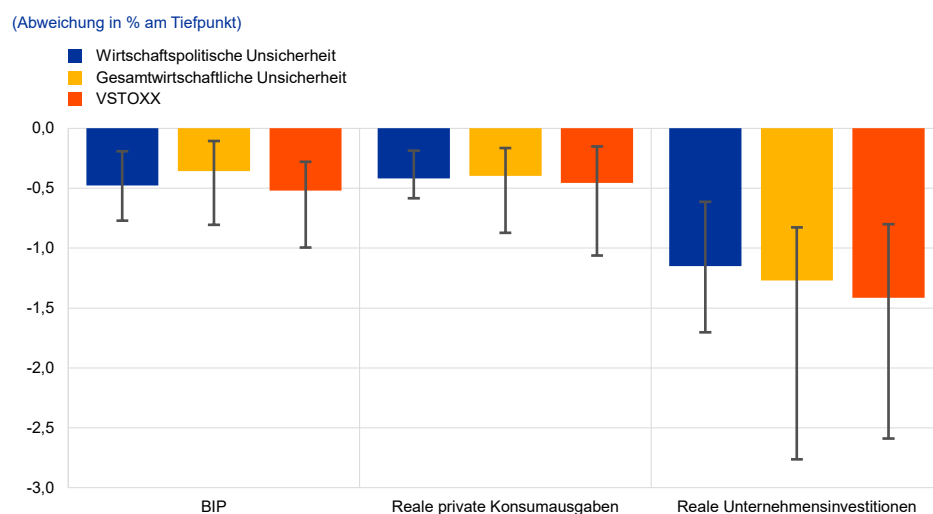
⁸ Zu den zehn ermittelten Unsicherheitsepisoden zählen sowohl gut dokumentierte historische Schocks als auch jüngere politische und handelspolitische Entwicklungen. Siehe die Anmerkung zu Abbildung 5.

⁹ Darüber hinaus bestätigt die Zerlegung der Prognosefehlervarianz, dass Unsicherheitsschocks einen nicht trivialen Anteil der Produktionsschwankungen ausmachen und auf kurze Sicht etwa 12 % der Prognosefehlervarianz für das Wachstum des realen BIP im Euroraum erklären.

wobei sich der Effekt vor allem über die Unternehmensinvestitionen und ferner über den Kanal der privaten Konsumausgaben manifestierte. Angesichts der anhaltenden Auswirkungen von Unsicherheitsschocks und der aktuell erhöhten wirtschaftspolitischen Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg im Nahen Osten dürfte die Unsicherheit die realwirtschaftliche Aktivität auch 2026 bremsen.

Der geschätzte gesamtwirtschaftliche Effekt bestätigt sich, wenn ein vergleichbarer Rahmen mit alternativen Messgrößen für die Unsicherheit zugrunde gelegt wird. Zur Analyse der Robustheit werden eine Messgröße auf Basis narrativer Restriktionen für den VSTOXX-Index und der von Jurado et al. (2015) entwickelte Indikator anhand der vierteljährlichen Höchstwerte kalibriert, die für die einzelnen Messgrößen im Stichprobenzeitraum ermittelt wurden. Die Höchstwerte unterscheiden sich von jenen im WPU-Basiszenario und spiegeln daher die unterschiedlichen Dimensionen der Unsicherheit wider, die die jeweiligen Messgrößen erfassen.¹⁰ Ungeachtet dieser Unterschiede bei der Identifizierung belegen alle Impulsreaktionen bei allen drei Messgrößen, dass Unsicherheitsschocks das Wachstum des realen BIP im Euroraum erheblich dämpfen, und zwar vor allem über die Unternehmensinvestitionen sowie in geringerem Maße über die privaten Konsumausgaben (siehe Abbildung 6).

Abbildung 6
Auswirkung eines Anstiegs verschiedener Unsicherheitsmessgrößen



Quellen: Baker et al. (2016), Haver Analytics, Jurado et al. (2015) und EZB Berechnungen.

Anmerkung: Impulsreaktionen normalisiert auf einen Unsicherheitsschock mit einer Standardabweichung, ermittelt anhand narrativer Vorzeichenrestriktionen in einem bayesianischen SVAR-Modell auf Basis vierteljährlicher Euroraum-Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 2001 bis zum ersten Quartal 2026. Das Modell umfasst jeweils eine Messgröße für die Unsicherheit (siehe die Anmerkung zu Abbildung 5) und folgt demselben Ansatz wie im Abschnitt zum WPU-Index dargestellt. In der Abbildung sind die Konfidenzintervalle von 68 % dargestellt. Die Messgröße für die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit stammt aus Jurado et al. (2015).

¹⁰ Die fünf stärksten Ausschläge des VSTOXX-Index markieren den Zusammenbruch von Lehman Brothers und die weltweite Finanzkrise, das Platzen der Dotcom-Blase, den Ausbruch der COVID-19-Pandemie, den Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im Euroraum und den Einmarsch Russlands in die Ukraine, also allesamt Episoden, die überwiegend von akuten Spannungen an den Finanzmärkten geprägt waren. Bei der von Jurado et al. (2015) entwickelten Messgröße der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit führte der Ausbruch der COVID-19-Pandemie zu den mit Abstand deutlichsten Ausschlägen des Index, gefolgt von der weltweiten Finanzkrise und dem Einmarsch Russlands in die Ukraine.

Eine Identifizierung mithilfe eines Proxy-SVAR-Modells bietet eine ergänzende, robuste Kreuzvalidierung des narrativen Ansatzes. Um Bedenken hinsichtlich einer möglichen Simultanität zwischen Unsicherheit und ökonomischen Variablen Rechnung zu tragen, wird nach dem Ansatz von Mertens und Ravn (2013) sowie Stock und Watson (2018) ein Proxy-SVAR-Modell geschätzt, bei dem die exogenen Reaktionen des Goldpreises als Instrument für Unsicherheitsschocks herangezogen werden.¹¹ Dieser instrumentelle Proxy wurde gewählt, weil unerwartete Unsicherheit Anleger unabhängig von gleichzeitig auftretenden Störungen der Nachfrage, des Angebots und der Geldpolitik zu Umschichtungen in Gold veranlasst.¹² Der so konstruierte Proxy umfasst 21 Beobachtungen im Zeitraum von 2000 bis 2025, darunter die Schocks im Zuge der weltweiten Finanzkrise, der Staatsschuldenkrise im Euroraum, des Brexit-Referendums und der Ankündigung der US-Zollsätze vom 2. April 2025.¹³

Die Ergebnisse anhand des Proxy-SVAR-Rahmens belegen, dass Schocks der wirtschaftspolitischen Unsicherheit die Konjunktur im Euroraum erheblich belasten, wobei der stärkste und nachhaltigste Rückgang bei den Investitionen zu beobachten ist (siehe Abbildung 7). Ein Schock des WPU-Index in der Größenordnung einer Standardabweichung lässt das reale BIP am Tiefpunkt um etwa 1 % sinken, bevor es sich über sieben Quartale allmählich erholt. Die privaten Konsumausgaben gehen am Tiefpunkt um rund 0,7 % zurück, was auf die Vorsicht der privaten Haushalte angesichts der erhöhten Unsicherheit zurückzuführen ist. Die Unternehmensinvestitionen verringern sich um etwa 2 % und somit deutlich stärker als die privaten Konsumausgaben. Hier kommt es nach sechs Quartalen zwar zu einer Erholung, doch ist diese statistisch nicht signifikant. Dieses Verlaufsmuster steht im Einklang mit dem Mechanismus der realen Optionen, wonach Unternehmen mit unumkehrbaren Kapitalzusagen Investitionen eher aufschieben, bis die Unsicherheit überwunden ist. Die Unternehmensinvestitionen zeigen also eine ausgeprägtere und insgesamt länger anhaltende Schockreaktion als reversiblere oder flexiblere Ausgabenkategorien. Die Ergebnisse bestätigen weitgehend das Modell der narrativen Vorzeichenrestriktionen und belegen, dass die geschätzten Effekte nicht als Artefakt der Annahmen zu ihrer Identifizierung einzustufen sind. Zwar fallen die Ergebnisse beim Proxy-Ansatz betragsmäßig etwas größer aus, doch sind die Entwicklungsrichtung und relative Reihenfolge der Reaktionen für die einzelnen Ausgabenkomponenten über die beiden Identifizierungsstrategien hinweg konsistent.

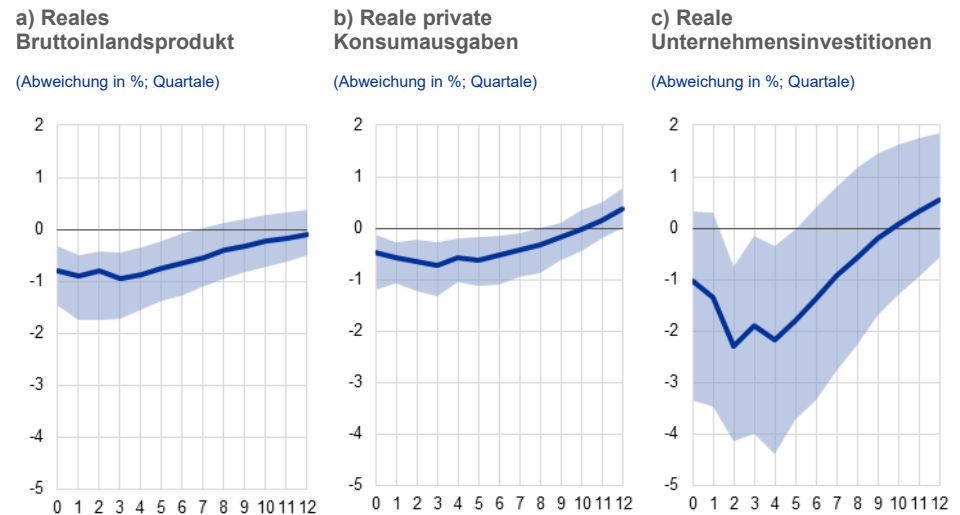
¹¹ Siehe auch Bobasu et al. (2024).

¹² Siehe Piffer und Podstawski (2018).

¹³ Die Näherungsgröße auf Basis des Goldpreises erfüllt beide Voraussetzungen für ein valides externes Instrument. Erstens ist sie eng mit dem Unsicherheitsschock korreliert, was durch eine F-Statistik von 17,9 in der ersten Stufe bestätigt wird; dieser Wert liegt deutlich über dem Schwellenwert von 10, unter dem Instrumente als zu schwach gelten, um zuverlässige Schätzungen zu liefern (Staiger und Stock, 1997). Zweitens erfüllt sie die Exogenitätsbedingung, sodass sichergestellt ist, dass die geschätzten Effekte – bestätigt durch Korrelationstests – tatsächlich auf die Unsicherheit und nicht auf andere gleichzeitig wirkende Faktoren zurückzuführen sind.

Abbildung 7

Modellbasierte Schätzungen der Auswirkungen wirtschaftspolitischer Unsicherheit im Proxy-SVAR-Rahmen



Quellen: Baker et al. (2016), Eurostat, Datenbank der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems und der EZB sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Impulsreaktionen auf einen Schock der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in der Größenordnung einer Standardabweichung. Das Modell umfasst sieben Variablen: WPU-Index, reales BIP-Wachstum, Anstieg der privaten Konsumausgaben, Investitionswachstum, HVPI-Inflation, Aktienrenditen sowie Durchschnitt der kurz- und langfristigen Zinsen. Die Schätzung umfasst die Periode vom ersten Quartal 1999 bis zum ersten Quartal 2026 mit vier Verzögerungen. Die schattierten Bereiche markieren Konfidenzintervalle von 68 %. Es werden Dummy-Variablen für das erste und zweite Quartal 2020 als exogene Regressoren einbezogen, um die pandemiebedingten Ausreißer zu absorbieren, ohne dass diese dem wirtschaftspolitischen Unsicherheitsschock zugeschrieben werden. Der WPU-Index ist mit einem Proxy instrumentiert, das aus den Veränderungen des Goldpreises zu den Zeitpunkten konkreter, für den Euroraum relevanter Unsicherheitsereignisse berechnet wird. Diese Näherungsgröße basiert auf einer Datenbank von 170 geopolitischen und wirtschaftlichen Ereignissen im Zeitraum von 2000 bis 2025. Damit nur exogene Anstiege der Unsicherheit erfasst werden, werden ausschließlich Quartale berücksichtigt, in denen der WPU-Index deutlich zunahm (d. h. die vierteljährliche Veränderung ihren Mittelwert zuzüglich einer halben Standardabweichung übertraf) und in denen die damit verbundene tägliche Goldpreisreaktion positiv ausfiel. Die logarithmierten Goldpreisrenditen auf Ereignisebene werden in den einzelnen berücksichtigten Quartalen aufsummiert, um die finale vierteljährliche Proxy-Zeitreihe zu erhalten. Es werden ausschließlich positive Goldpreisreaktionen berücksichtigt, denn negative Reaktionen an Tagen mit Unsicherheitsereignissen fallen nicht eindeutig aus und sind möglicherweise eher auf eine Dollar-Aufwertung, Gewinnmitnahmen oder geldpolitische Entlastungsmaßnahmen als auf einen echten Unsicherheitsimpuls zurückzuführen.

Aus einer granulareren Beurteilung der Konsum- und Investitionskomponenten geht hervor, dass diese unterschiedlich auf Unsicherheit reagieren. Eine Zerlegung der Unternehmensinvestitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte offenbart unterschiedliche Reaktionen auf die Unsicherheit. Immaterielle Investitionen, darunter in KI-bezogene Technologien, erwiesen sich in den jüngsten Phasen hoher Unsicherheit widerstandsfähiger als Sachinvestitionen (siehe Kasten 1). Was die privaten Konsumausgaben betrifft, so dämpft die Unsicherheit die Ausgaben sowohl für Waren als auch für Dienstleistungen, wobei der anfängliche Effekt bei Gebrauchsgütern wie Pkws besonders deutlich ausfällt. Zugleich nehmen die Konsumausgaben für Gebrauchsgüter nach einem Unsicherheitsschock rasch wieder zu, während sich die Ausgaben für Dienstleistungen noch über einen längeren Zeitraum verhalten entwickeln (siehe Kasten 2).

Kasten 1

Wirkt sich Unsicherheit unterschiedlich auf Unternehmensinvestitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte aus?

Lorena Saiz und Stefania Scrofani

Wie in Abschnitt 4 des Aufsatzes dargelegt, reagieren die Unternehmensinvestitionen von allen Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage am stärksten auf Unsicherheit. Seit einigen Jahren verlagert sich die Zusammensetzung der Unternehmensinvestitionen zunehmend hin zu immateriellen Vermögenswerten. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten anhand von aggregierten gesamtwirtschaftlichen Daten sowie Mikrodaten auf Unternehmensebene untersucht, ob sich Unsicherheit unterschiedlich auf Sachinvestitionen und immaterielle Investitionen auswirkt.

Ein etablierter Kanal, über den Unsicherheit die Unternehmensinvestitionen beeinflusst, ist die Irreversibilität. Der Grad der Irreversibilität bestimmt, wie stark Investitionen auf Unsicherheit reagieren.¹⁴ Investitionen in Sachanlagen wie Maschinen, Ausrüstungen, Infrastruktur usw. sind häufig mit erheblichen Anschaffungskosten und langen Amortisationszeiten verbunden, sodass sie eine hohe Reagibilität gegenüber Unsicherheit aufweisen. Immaterielle Investitionen wie Investitionen in Forschung und Entwicklung, Software, geistiges Eigentum, Organisationskapital usw. sind häufig unternehmensspezifischer und schwieriger mit Sicherheiten zu unterlegen. Sie sind mit Kosten verbunden, die ähnlich wie Fixkosten nur schwer wieder hereinzuholen sind. Diese Merkmale legen nahe, dass auch immaterielle Investitionen sehr stark auf Unsicherheit reagieren könnten.

Allerdings deuten empirische Belege darauf hin, dass immaterielle Investitionen im Allgemeinen weniger stark auf kurzfristige Unsicherheit reagieren als Sachinvestitionen. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene dämpfen Unsicherheitsschocks vor allem die Sachinvestitionen (näherungsweise anhand der Investitionsausgaben für Ausrüstungen bestimmt), während die Reaktion der immateriellen Investitionen (näherungsweise anhand der Ausgaben für geistiges Eigentum bestimmt) deutlich geringer ausfällt (siehe Abbildung A, Grafik a). Ein ähnliches Muster lässt sich aus Daten auf Unternehmensebene ablesen. Auch hier sinken Sachinvestitionen deutlich stärker als immaterielle Investitionen, und zwar auch unter Berücksichtigung der üblichen Einflussfaktoren wie finanzielle Ertragslage, Verschuldungsgrad, Liquidität und Unternehmensgröße (siehe Abbildung A, Grafik b).

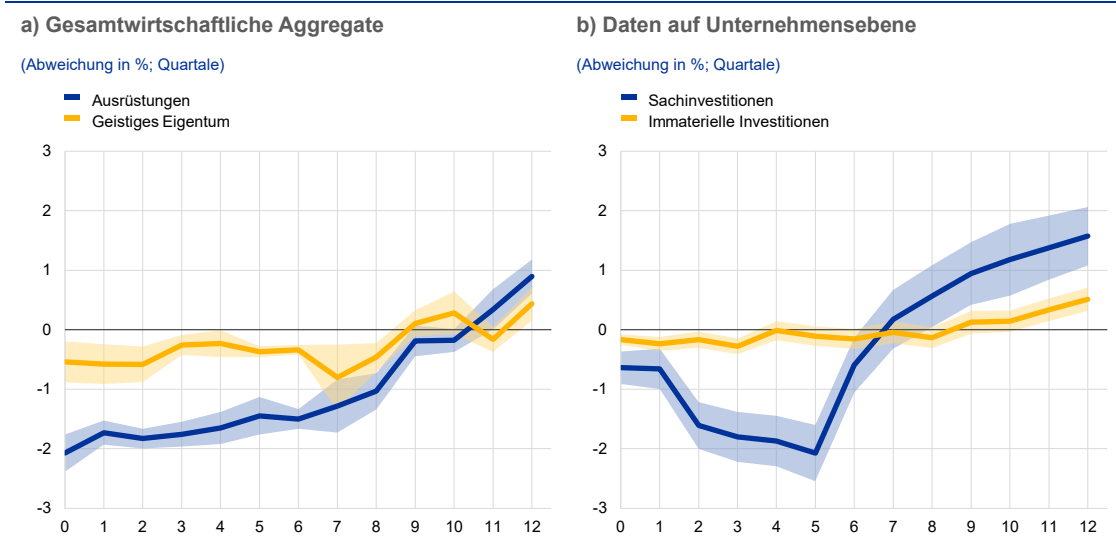
Zwei Mechanismen können dieses scheinbare Paradoxon erklären. Zum einen sind immaterielle Investitionen in der Regel langfristig angelegt. Sie sollen die Effizienz steigern, Kosten senken oder Wettbewerbsvorteile schaffen, die in verschiedenen möglichen Zukunftsszenarios Erträge ermöglichen (Zhang, 2026). Zudem sind unternehmensspezifische immaterielle Vermögenswerte mit stärkeren Anpassungsfriktionen verbunden: Werden Investitionen in Forschung und Entwicklung ausgesetzt, kann gesammeltes Wissen verloren gehen, wohingegen arbeitsintensives Organisationskapital in Abschwungphasen eine Arbeitskräftehortung fördert (Crouzet und Eberly,

¹⁴ Dibiasi et al. (2025) haben im Rahmen einer Befragung mit Managern aus der Schweiz ein Experiment durchgeführt. Sie stellten fest, dass ein exogener Anstieg der Unsicherheit die von den Managern kurz- und mittelfristig erwarteten Investitionen deutlich sinken lässt. Die geschätzten Anpassungskosten unterscheiden sich jedoch stark je nach Kapitalart und Sektor.

2026).¹⁵ Zum anderen wird die Asymmetrie durch den Finanzierungskanal verstärkt, denn bei immateriellen Investitionen wird stärker auf Innenfinanzierungsmittel und Eigenkapital zurückgegriffen, was sie vor dem Einfluss einer Verschärfung der Kreditbedingungen schützt (Gareis und Mayer, 2023). Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Sachinvestitionen und immaterielle Investitionen aufgrund ihrer jeweiligen Merkmale und Finanzierungskanäle auf unterschiedliche Weise von Unsicherheit beeinflusst werden.

Abbildung A

Auswirkungen von Unsicherheitsschocks auf Sachinvestitionen und immaterielle Investitionen nach Art der Daten



Quellen: Eurostat, LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind Impulsreaktionen auf einen Unsicherheitsschock in der Größenordnung einer Standardabweichung, wobei der im Haupttext anhand von narrativen Vorzeichenrestriktionen ermittelte Unsicherheitsschock zugrunde gelegt wird. Die in Grafik a dargestellten Ergebnisse basieren auf einem lokalen Projektionsmodell für ein Panel der fünf größten Länder des Euroraums (Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Niederlande). Die in Grafik b dargestellten Ergebnisse basieren auf einem lokalen Projektionsmodell für eine Stichprobe nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum aus der Worldscope-Datenbank, für die vierteljährliche Daten zu den Ausgaben für Forschung und Entwicklung vorliegen. In Grafik b werden die immateriellen Investitionen näherungsweise anhand der Ausgaben für Forschung und Entwicklung (Wissenskapital) und 30 % der Vertriebs- und Verwaltungsgemeinkosten (SGA; Organisationskapital) ermittelt. Sowohl die Sachinvestitionen als auch die immateriellen Investitionen sind nach Zhang (2026) im Verhältnis zur Bilanzsumme der Unternehmen, erweitert um kapitalisierte Ausgaben für Forschung und Entwicklung und Vertriebs- und Verwaltungsgemeinkosten, dargestellt. Die Variablen in Grafik a und Grafik b sind logarithmisch transformiert. Die schattierten Bereiche markieren Konfidenzintervalle von 68 %.

Kasten 2

Wirkt sich Unsicherheit unterschiedlich auf die Ausgaben der privaten Haushalte für Waren und für Dienstleistungen aus?

Alina Bobasu

Unsicherheit dämpft die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Allerdings sind die Auswirkungen auf die einzelnen Konsumkategorien uneinheitlich. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die zunehmende Unsicherheit Konsumententscheidungen beeinflusst. Dabei liegt der

¹⁵ Zhang (2026) weist nach, dass eine erhöhte Unsicherheit Ressourcen in den immateriellen Sektor lenkt, da angesichts des langfristigen Charakters von immateriellen Vermögenswerten in diesem Bereich höhere Renditen erzielt werden. Crouzet und Eberly (2026) heben hingegen die hohen Kosten einer Umkehr der Investitionen hervor, sodass es bei steigender Unsicherheit sinnvoll erscheint, eine Verbesserung der Bedingungen abzuwarten. Da Investitionen in Forschung und Entwicklung jedoch wertvolle Informationen über die endgültigen Projektkosten liefern, besteht für Unternehmen selbst bei hoher Unsicherheit der Anreiz besteht, früher als später zu investieren.

Schwerpunkt auf den Unterschieden, die zwischen verschiedenen Kategorien der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (COICOP) entlang der Dimension der Langlebigkeit bestehen.

Die Reagibilität einer bestimmten Konsumkategorie gegenüber Unsicherheitsschocks hängt in erster Linie davon ab, inwieweit Käufe verschoben werden können und welche Anpassungskosten damit einhergehen. Gebrauchsgüter sind naturgemäß lagerfähig und langlebig, sodass der Zeitpunkt ihres Erwerbs überaus flexibel ist. Private Haushalte können Entscheidungen zum Kauf von Gebrauchsgütern wie Immobilien, Pkws und Möbeln verschieben. Der Optionswert des Abwartens steigt deutlich, wenn die Einkommensunsicherheit größer ist. Ausgaben für Verbrauchsgüter und Dienstleistungen, beispielsweise für Nahrungsmittel und Gesundheitsleistungen, lassen sich aus strukturellen Gründen schwieriger aufschieben, sodass der Effekt der realen Optionen der Unsicherheit für diese Kategorien schwächer ausfällt. Entsprechend wird in der empirischen Literatur einhellig ein Gefälle bei der Reagibilität der Konsumausgaben gegenüber Unsicherheitsschocks festgestellt, wobei Gebrauchsgüter die größte Reagibilität aufweisen und grundlegende Dienstleistungen die geringste. Dieses Gefälle spiegelt das Zusammenspiel zwischen „Aufschiebbarkeit“ und Anpassungskosten in den einzelnen Ausgabenkategorien wider.

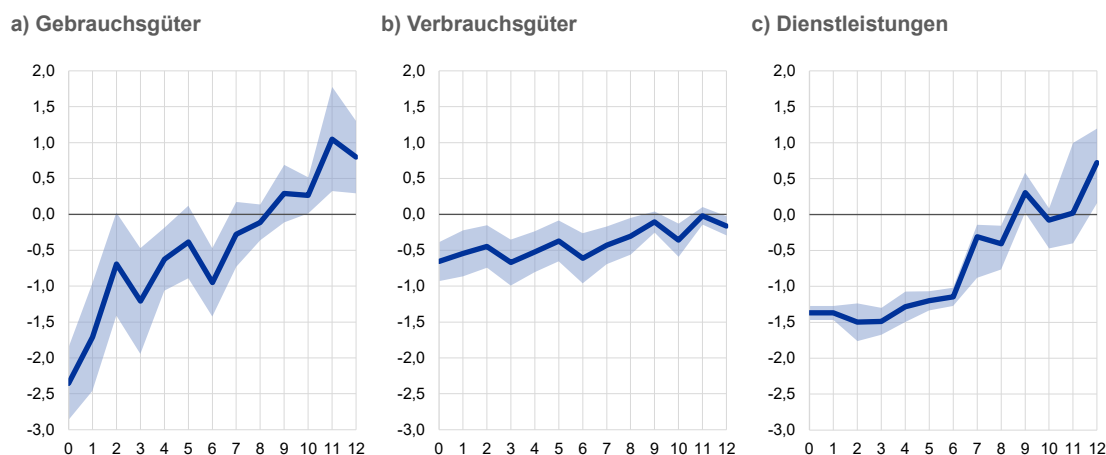
Aus den Ergebnissen lokaler Projektionen im Rahmen eines Panel-Modells geht hervor, dass Unsicherheitsschocks einen negativen, statistisch signifikanten Effekt auf alle drei Komponenten der privaten Konsumausgaben haben, wobei Ausmaß und Persistenz der Reaktion je nach Grad der Langlebigkeit und der „Aufschiebbarkeit“ der Kategorie variieren (siehe Abbildung A).¹⁶ Die Konsumausgaben für Gebrauchsgüter sinken nach einem Unsicherheitsschock am stärksten, was mit dem oben beschriebenen Mechanismus realer Optionen im Einklang steht. Die maximale negative Reaktion der Ausgaben für Gebrauchsgüter übersteigt jene für Verbrauchsgüter und Dienstleistungen, die Effekte von kürzerer Dauer.

¹⁶ Siehe Jordà (2005).

Abbildung A

Auswirkungen von wirtschaftspolitischen Unsicherheitsschocks auf Komponenten der privaten Konsumausgaben

(Abweichung in %; Quartale)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die Ergebnisse lokaler Projektionen im Rahmen eines Panel-Modells für die fünf größten Länder des Euroraums (Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Niederlande). Das Modell beruht auf einer (unbalancierten) Stichprobe für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum ersten Quartal 2026 und berücksichtigt länderspezifische fixe Effekte. Das Modell enthält die Komponenten der realen privaten Konsumausgaben (Gebrauchsgüter, Verbrauchsgüter und Dienstleistungen) als abhängige Variablen. Das reale BIP, die durchschnittlichen kurz- und langfristigen Zinsen sowie die Inflation wurden als Kontrollvariablen in das Modell aufgenommen. Es werden die mithilfe des Ansatzes der narrativen Vorzeichenrestriktionen geschätzten Unsicherheitsschocks zugrunde gelegt. Die lokalen Projektionen werden anhand von vier Verzögerungen für die Kontrollvariablen und für jede aufeinanderfolgende abhängige Variable geschätzt. Die schattierten Bereiche markieren Konfidenzintervalle von 68 %, die die Unsicherheit der Stichprobe um die geschätzten Regressionskoeffizienten widerspiegeln. Die Impulsantwortfunktionen sind mit den im Haupttext genannten aggregierten Reaktionen der Konsumausgaben im Euroraum nicht direkt vergleichbar, da diese mithilfe eines anderen Modells und anhand von Daten für den gesamten Euroraum geschätzt wurden.

Auch der Konsum von Verbrauchsgütern reagiert negativ auf Unsicherheitsschocks. Die Reaktion fällt zwar geringer aus bei Gebrauchsgütern, sie ist aber persistent. So bleibt der Konsum von Verbrauchsgütern nach einem Unsicherheitsschock mehrere Quartale lang niedriger als im Basisszenario, bevor er sich allmählich vom anfänglichen Schock erholt. Der Dienstleistungskonsum weist eine interessante Dynamik auf. Hier ist der durch den Schock ausgelöste Rückgang der Ausgaben bei Eintritt des Schocks relativ ausgeprägt und anhaltend, gefolgt von einer langsamen, relativ schleppenden Erholung, die im Einklang mit der im Haupttext beschriebenen Entwicklung der gesamten privaten Konsumausgaben steht.

Insgesamt dürfte die raschere Erholung der Ausgaben für Gebrauchsgüter im Vergleich zu jener für Verbrauchsgüter und Dienstleistungen auf zwei verstärkende Mechanismen zurückzuführen sein. Erstens führt der Aufschub von Gebrauchsgüterkäufen zu einem Nachfragestau, der rasch abgebaut wird, sobald die Unsicherheit nachlässt – eine Dynamik der Bestandsanpassung, die von Caballero (1991) formalisiert wurde und mit der in Bloom (2009) dargestellten Evidenz für eine abwartende Haltung im Einklang steht. Zweitens werden Ausgaben für Gebrauchsgüter in vielen Fällen über Konsumentenkredite finanziert, und die Lockerung der Finanzierungsbedingungen, die häufig mit dem Abklingen eines Unsicherheitsschocks einhergeht, sorgt für zusätzliche Impulse, sodass rasch wieder Ausgaben getätigt werden (Ludvigson, 1999). Ausgaben für Dienstleistungen (insbesondere Freizeitaktivitäten), auf die verzichtet wurde, werden hingegen in der Regel nicht nachgeholt, sodass die Erholung im Dienstleistungssektor nur langsam voranschreitet und sich über viele Quartale verteilt (Carroll, 1997). Eine weitere, ergänzende Dimension der Heterogenität betrifft die Unterscheidung zwischen Gütern des täglichen Bedarfs und Konsumgütern, die nicht zum täglichen Bedarf zählen. Hier ist festzustellen, dass private Haushalte ihre Ausgaben nach Unsicherheitsschocks sowohl bei Gebrauchsgütern als auch bei

Dienstleistungen reduzieren (Andreolli et al., 2024, 2025). Je höher die Unsicherheit, desto mehr Priorität räumen private Haushalte Ausgaben ein, die der Deckung des täglichen Bedarfs dienen (also Ausgaben für Nahrungsmittel, Versorgungsleistungen und im Gesundheitswesen), während sie diskretionäre Ausgaben, die nicht der Deckung des täglichen Bedarfs dienen (etwa für Gastgewerbe, Freizeit- und Kulturdienstleistungen), stark einschränken.¹⁷

5 Schlussbemerkungen

Eine erhöhte Unsicherheit wirkt sich erheblich und anhaltend negativ auf die Konjunktur im Euroraum aus, und sie verstärkt Konjunkturschwankungen.

Unsicherheitsschocks belasten die Unternehmensinvestitionen stark. Diese sinken drastisch, wenn ein Schock eintritt, und verharren dann über mehrere Quartale hinweg auf niedrigem Niveau. Dies steht im Einklang mit dem Mechanismus der realen Optionen, wonach Unternehmen irreversible Investitionsentscheidungen aufschieben, wenn sie sich einer erhöhten Unsicherheit über die zukünftige Nachfrage und die politischen Rahmenbedingungen gegenübersehen. Die privaten Konsumausgaben zeigen eine moderatere, aber nicht vernachlässigbare Reaktion. Insbesondere die Ausgaben für Gebrauchsgüter weisen zunächst einen stärkeren Rückgang auf, erholen sich dann aber rascher als die jene für Verbrauchsgüter. Hierin zeigt sich die größere Bereitschaft der privaten Haushalte, diskretionäre Ausgaben aufzuschieben und anschließend umfangreiche Käufe zu tätigen, sobald die Unsicherheit nachlässt.

Im aktuellen Umfeld ist die Unsicherheit nach wie vor ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Konjunkturaussichten im Euroraum. Die textbasierten Messgrößen der geo- und handelspolitischen Unsicherheit liegen auf hohem Niveau, was unter anderem auf die geopolitischen Konflikte und Handelsspannungen zurückzuführen ist. Da Unsicherheitsschocks in der Regel lange nachwirken, besteht Grund zu der Annahme, dass die Unsicherheit die Konjunktur auch im restlichen Jahresverlauf belasten dürfte. Eine entscheidende Erkenntnis aus der vorliegenden Analyse ist, dass sich Unsicherheitsschocks nicht auf alle Arten von Investitionen gleichermaßen auswirken, da immaterielle Investitionen eine geringere Reagibilität auf derartige Schocks aufzuweisen scheinen. Soweit sich die anhaltende Verlagerung von Investitionen hin zu immateriellen Vermögenswerten fortsetzt, könnte sich die aggregierte Reaktion der Investitionen auf Unsicherheitsschocks im Zeitverlauf abmildern. Eine solche Verschiebung bei der Zusammensetzung der Investitionen könnte somit als allmählicher Stabilisator des Investitionszyklus wirken, auch wenn die Unsicherheit an sich ein wesentlicher Bestimmungsfaktor gesamtwirtschaftlicher Schwankungen bleibt. In jedem Fall hat die Erweiterung des analytischen Instrumentariums der EZB – etwa um modellbasierte Szenarioanalysen

¹⁷ Andreolli et al. (2024, 2025) zufolge stellen diskretionäre Ausgaben, die nicht der Deckung des täglichen Bedarfs dienen (hierunter fallen Gebrauchsgüter und 35 % der Dienstleistungen), effektiv den wichtigsten Bestimmungsfaktor des gesamtwirtschaftlichen Konsumzyklus dar. Diese Ausgaben sinken nach gesamtwirtschaftlichen Schocks deutlich stärker als die Ausgaben zur Deckung des täglichen Bedarfs.

und Nowcasting-Tools – ermöglicht, dass das Eurosystem die Auswirkungen von Unsicherheit auf die Realwirtschaft in Echtzeit besser erfassen und beurteilen kann.

Literaturverzeichnis

Alfaro, I., Bloom, N. und Lin, X. (2024), [The Finance Uncertainty Multiplier](#), Journal of Political Economy, Bd. 132, Nr. 2, Februar, S. 577-615.

Andersson, M., Bobasu, A. und De Santis, R. A. (2024), [Welche Signale gehen von Messgrößen der Unsicherheit für die Wirtschaft aus?](#), Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2024.

Andreolli, M., Rickard, N. und Surico, P. (2024), [Non-Essential Business Cycles](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 19773.

Andreolli, M., Rickard, N., Surico, P. und Vergeat, C. (2025), [Discretionary spending is the cycle, and why it matters for monetary policy](#), ECB Forum on Central Banking.

Antolín-Díaz, J. und Rubio-Ramírez, J. F. (2018), [Narrative Sign Restrictions for SVARs](#), American Economic Review, Bd. 108, Nr. 10, Oktober, S. 2802-2829.

Azqueta-Gavaldón, A., Diakonova, M., Ghirelli, C. und Pérez, J. J. (2026), [Diverging Signals from Economic Uncertainty Measures: Uncovering Coherence through News Narratives](#), Working Papers der Banco de España, Nr. 2614.

Baker, S. R., Bloom, N. und Davis, S. J. (2016), [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), The Quarterly Journal of Economics, Bd. 131, Nr. 4, November, S. 1593-1636.

Bernanke, B. S. (1983), [Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment](#), The Quarterly Journal of Economics, Bd. 98, Nr. 1, Februar, S. 85-106.

Bloom, N. (2009), [The Impact of Uncertainty Shocks](#), Econometrica, Bd. 77, Nr. 3, Mai, S. 623-685.

Bloom, N. (2014), [Fluctuations in Uncertainty](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 28, Nr. 2, Frühjahr, S. 153-176.

Bobasu, A. und Pierluigi, B. (2026), [Wie wirkt sich die handelspolitische Unsicherheit auf die Konjunktur im Euroraum aus?](#), Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2026.

Bobasu, A., Quaglietti, L. und Ricci, M. (2024), [Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area](#), IMF Economic Review, Bd. 72, Nr. 2, Juni, S. 820-857.

Caballero, R. J. (1991), [Durable Goods: an Explanation for their Slow Adjustment](#), Working Paper des NBER, Nr. 3748, Juni.

Caldara, D., Fuentes-Albero, C., Gilchrist, S. und Zakrajšek, E. (2016), [The macroeconomic impact of financial and uncertainty shocks](#), European Economic Review, Bd. 88, Ausgabe C, S. 185-207.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. und Raffo, A. (2020), [The economic effects of trade policy uncertainty](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 109, S. 38-59.

Caldara, D. und Iacoviello, M. (2022), [Measuring Geopolitical Risk](#), American Economic Review, Bd. 112, Nr. 4, April, S. 1194-1225.

Carroll, C. D. (1997), [Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis](#), The Quarterly Journal of Economics, President and Fellows of Harvard College, Bd. 112, Nr. 1, S. 1-55.

Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., Kenny, G. und Weber, M. (2024), [The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending](#), American Economic Review, Bd. 114, Nr. 3, S. 645-77.

Crouzet, N. und Eberly, J. C. (2026), [R&D Uncertainty and Cycles](#), Working Paper des NBER, Nr. 34838, Februar.

Dibiasi, A., Mikosch, H. und Sarferaz, S. (2025), [Uncertainty Shocks, Adjustment Costs, and Firm Beliefs: Evidence from a Representative Survey](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 17, Nr. 3, Juli, S. 36-73.

Dixit, A. und Pindyck, R. (1994), [Investment under Uncertainty](#), Princeton University Press.

Gareis, J. und Mayer, E. (2023), [Financial shocks and the relative dynamics of tangible and intangible investment: Evidence from the euro area](#), Macroeconomic Dynamics, Bd. 27, Nr. 5, S. 1455-1480.

Holló, D., Kremer, M. und Lo Duca, M. (2012), [CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1426.

Jordà, Ò., (2005), [Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections](#), American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, S. 161-182.

Jurado, K., Ludvigson, S. C. und Ng, S. (2015), [Measuring Uncertainty](#), American Economic Review, Bd. 105, Nr. 3, März, S. 1177-1216.

Knight, F. H. (1921), [Risk, uncertainty and profit](#), Houghton Mifflin Company, Boston und New York.

Ludvigson, S. (1999), [Consumption and Credit: A Model of Time-Varying Liquidity Constraints](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 81, Nr. 3, August, S. 434-447.

- Mertens, K. und Ravn, M. O. (2013), [The Dynamic Effects of Personal and Corporate Income Tax Changes in the United States](#), American Economic Review, Bd. 103, Nr. 4, S. 1212-1247.
- Namdar, J., Modi, S. und Blackhurst, J. (2025), [Diversify or Concentrate? Supply Chain Responses to Policy Uncertainty](#), Journal of Supply Chain Management, Institute for Supply Management, Bd. 61, Ausgabe 1, Januar, S. 62-82.
- Piffer, M. und Podstawski, M. (2018), [Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#), The Economic Journal, Bd. 128, Nr. 616, S. 3266-3284.
- Staiger, D. und Stock, J. H. (1997), [Instrumental Variables Regression with Weak Instruments](#), Working Paper des NBER, Nr. t0151.
- Stock, J. H. und Watson, M. W. (2018), [Identification and Estimation of Dynamic Causal Effects in Macroeconomics Using External Instruments](#), The Economic Journal, Bd. 128, Nr. 610, S. 917-948.
- Zhang, S. (2026), [Uncertainty shocks in an intangible economy](#), Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 182, Ausgabe C, 105230.

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

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	14 761,3	14 234,3	7 804,4	3 115,3	3 240,2	1 652,3	943,2	638,2	74,4	-527,0	7 438,9	6 911,9
2024	15 346,3	14 694,1	8 094,7	3 279,2	3 231,0	1 644,3	941,4	638,8	89,3	-652,2	7 569,6	6 917,4
2025	15 907,9	15 330,3	8 380,8	3 430,2	3 390,5	1 703,3	971,3	709,1	128,8	-577,6	7 746,8	7 169,2
2025 Q2	3 959,9	3 811,1	2 085,2	851,2	838,0	422,9	241,2	172,1	36,7	-148,8	1 929,8	1 781,0
Q3	3 990,0	3 848,6	2 101,0	861,6	850,7	428,2	245,0	175,8	35,3	-141,4	1 934,6	1 793,2
Q4	4 033,5	3 894,2	2 123,3	876,8	862,5	435,8	248,4	176,5	31,7	-139,3	1 940,2	1 800,9
2026 Q1	4 050,0	3 919,5	2 147,6	878,0	865,4	433,7	250,3	179,7	28,5	-130,4	1 954,1	1 823,7
In % des BIP												
2025	100,0	96,4	52,7	21,6	21,3	10,7	6,1	4,5	0,8	-3,6	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q2	0,0	0,2	0,3	0,4	-1,2	0,2	1,2	-7,5	-	-	-0,4	0,0
Q3	0,3	0,6	0,2	0,7	1,0	0,5	1,3	1,8	-	-	0,4	1,0
Q4	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	1,2	0,8	-0,2	-	-	0,0	0,3
2026 Q1	0,0	0,3	0,3	0,6	-0,3	-1,2	0,5	0,9	-	-	-0,4	0,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	2,6	1,2	3,0	5,8	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,8	1,3	2,3	-2,2	-2,5	-1,7	-2,5	-	-	0,9	0,4
2025	1,2	2,0	1,4	1,4	2,9	1,2	2,0	8,7	-	-	1,9	3,5
2025 Q2	1,4	2,5	1,7	1,3	3,6	1,0	0,7	15,9	-	-	0,7	2,9
Q3	1,2	1,7	1,3	1,3	3,1	2,1	3,7	4,7	-	-	2,3	3,6
Q4	1,1	1,7	1,3	1,5	3,1	2,8	3,3	3,7	-	-	2,3	3,7
2026 Q1	0,5	1,5	1,1	2,3	0,3	0,6	3,8	-5,1	-	-	-0,3	1,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,3	-0,2	-	-
Q3	0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
Q4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-	-
2026 Q1	0,0	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,2	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,6	-	-
2025 Q2	1,4	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,4	-1,0	-	-
Q3	1,2	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
Q4	1,1	1,6	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,6	-	-
2026 Q1	0,5	1,4	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3	-0,9	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 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	13 352,5	225,2	2 637,4	713,9	2 490,0	703,1	604,5	1 482,6	1 614,0	2 468,3	413,4	1 408,9
2024	13 816,2	235,9	2 623,8	728,0	2 574,2	744,5	638,2	1 535,8	1 685,6	2 614,8	435,5	1 530,1
2025	14 288,5	247,2	2 677,4	759,6	2 651,5	782,0	657,8	1 567,4	1 748,5	2 745,3	451,8	1 619,4
2025 Q2	3 559,0	62,5	666,3	189,7	662,2	193,7	162,5	391,2	434,8	683,2	112,8	400,9
Q3	3 580,9	62,7	663,8	191,2	665,2	197,2	165,5	392,8	440,3	688,7	113,6	409,1
Q4	3 624,4	61,0	675,1	193,7	671,5	199,6	167,5	397,0	444,6	700,1	114,3	409,1
2026 Q1	3 633,2	59,7	669,6	193,8	677,3	200,0	171,5	398,7	446,2	701,3	115,0	416,8
In % der Wertschöpfung												
2025	100,0	1,7	18,7	5,3	18,6	5,5	4,6	11,0	12,2	19,2	3,2	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q2	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,8	0,8	-0,7	0,4	0,5	0,4	0,3	0,0
Q3	0,4	0,3	0,9	0,0	0,1	1,4	0,1	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0
Q4	0,2	0,4	-0,9	0,6	0,2	0,7	0,9	0,6	0,1	0,5	0,3	0,5
2026 Q1	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,7	-2,9	-1,7	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,0	3,7	-1,7
2024	1,0	0,3	0,1	-1,5	1,0	3,2	1,5	1,0	1,4	1,8	2,0	0,9
2025	1,2	2,0	1,1	0,6	1,5	3,9	0,1	0,9	1,0	1,2	0,3	1,5
2025 Q2	1,2	2,3	1,1	0,5	1,7	4,1	-0,3	1,0	0,7	1,2	0,8	2,6
Q3	1,2	2,2	0,7	1,2	1,6	4,2	0,1	0,9	1,2	1,1	-0,7	1,0
Q4	1,2	1,8	0,4	1,9	1,5	3,8	0,7	0,9	1,2	1,0	0,6	0,0
2026 Q1	0,5	0,4	-2,5	0,2	1,1	3,2	0,1	1,3	1,2	1,1	0,8	1,0
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q2	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q4	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2026 Q1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,7	-0,1	-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	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q2	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q3	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2026 Q1	0,5	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	24,3	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	25,0	6,6
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	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	1,6	-0,5	0,7	1,5	1,3
2025	0,8	0,7	1,0	-1,6	-0,4	1,2	0,7	0,0	1,3	2,4	1,0	1,4	1,4
2025 Q2	0,8	0,7	1,1	-1,9	-0,5	1,1	1,0	0,4	1,3	3,2	1,0	1,3	1,2
Q3	0,7	0,7	1,1	-1,5	-0,4	1,4	0,6	-0,3	1,4	2,5	0,9	1,3	1,4
Q4	0,7	0,6	1,3	-0,8	-0,5	1,5	0,5	-1,0	1,3	0,9	1,3	1,2	1,4
2026 Q1	0,6	0,4	1,5	-0,9	-0,2	1,9	0,4	-1,7	1,2	1,0	0,8	1,0	0,7
Geleistete Arbeitsstunden													
Gewichte in %													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	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	-1,8	1,0	1,5	2,1	4,0	0,9	1,6	2,2	1,8	2,5
2024	1,1	1,3	0,7	-1,0	0,2	1,0	1,1	2,4	1,7	0,1	1,4	1,8	1,7
2025	0,4	0,5	0,0	-2,3	-0,8	0,9	0,0	0,0	1,0	1,7	0,8	1,2	2,0
2025 Q2	0,3	0,4	0,0	-2,6	-1,1	1,1	0,2	0,2	0,8	2,3	0,6	0,9	2,0
Q3	0,7	0,7	0,8	-2,2	-0,2	1,4	0,5	-0,4	1,0	3,4	1,1	1,4	2,1
Q4	0,7	0,8	0,4	-1,5	-0,2	1,4	0,2	-0,3	1,6	-0,8	1,5	1,5	2,1
2026 Q1	0,5	0,5	0,8	-1,2	0,1	1,2	0,4	-1,8	0,7	0,7	0,8	1,2	0,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,7
2024	0,2	0,2	0,0	0,6	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,4
2025	-0,4	-0,3	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	-0,2	0,6
2025 Q2	-0,5	-0,3	-1,1	-0,6	-0,6	0,0	-0,8	-0,2	-0,4	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
Q3	0,0	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3	0,8	0,2	0,1	0,7
Q4	0,0	0,2	-0,8	-0,7	0,3	-0,1	-0,4	0,6	0,3	-1,7	0,1	0,3	0,7
2026 Q1	0,0	0,1	-0,7	-0,3	0,3	-0,7	0,0	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	0,2	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	In % der Stellen insge- samt
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Gewichte in % (2025)			100,0			78,7		21,3		51,5		48,5		
2023	172,769	2,9	11,295	6,6	2,4	8,990	5,7	2,305	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,342	2,8	11,102	6,4	2,1	8,756	5,5	2,347	14,7	5,693	6,1	5,409	6,7	2,6
2025	175,916	2,8	11,182	6,4	2,1	8,798	5,5	2,384	14,9	5,764	6,2	5,418	6,6	2,2
2025 Q2	175,902	2,8	11,240	6,4	2,1	8,884	5,6	2,356	14,7	5,843	6,2	5,397	6,5	2,2
Q3	176,000	2,8	11,299	6,4	2,0	8,910	5,6	2,389	14,9	5,819	6,2	5,481	6,6	2,1
Q4	176,295	2,8	11,074	6,3	2,0	8,662	5,4	2,412	15,1	5,718	6,1	5,357	6,5	2,2
2026 Q1	176,393	2,8	11,044	6,3	2,0	8,641	5,4	2,403	15,1	5,641	6,0	5,403	6,5	2,3
2025 Dez.	-	-	11,087	6,3	-	8,696	5,4	2,391	15,1	5,740	6,1	5,347	6,5	-
2026 Jan.	-	-	11,058	6,3	-	8,674	5,4	2,384	15,0	5,716	6,1	5,341	6,5	-
Febr.	-	-	11,223	6,4	-	8,828	5,5	2,395	15,1	5,777	6,2	5,447	6,6	-
März	-	-	11,136	6,3	-	8,759	5,4	2,377	15,1	5,722	6,1	5,414	6,5	-
April	-	-	11,041	6,2	-	8,717	5,4	2,325	14,7	5,677	6,1	5,364	6,5	-
Mai	-	-	10,986	6,2	-	8,673	5,4	2,313	14,7	5,652	6,0	5,334	6,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. 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 Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	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	-1,9	-2,4	-1,2	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,4	1,3	0,8	1,8	0,6	1,5	-0,1
2025	1,6	1,7	-0,7	1,1	5,4	1,0	2,2	2,4	1,4	3,2	2,4	2,1	1,1
2025 Q2	1,5	1,4	-1,4	1,0	5,6	1,7	2,5	3,1	2,1	3,8	4,1	2,2	-2,1
Q3	1,5	1,7	-0,7	1,0	5,0	0,6	2,6	1,9	0,9	2,9	1,6	2,5	6,4
Q4	1,9	1,9	0,5	2,7	2,4	1,4	2,0	2,3	1,3	3,0	1,8	0,9	3,9
2026 Q1	-1,7	-2,1	-1,5	1,3	-7,9	2,5	-2,8	1,9	1,2	2,8	0,7	0,8	3,7
2025 Dez.	2,2	2,6	1,3	5,5	-0,1	-0,8	0,7	2,0	1,5	2,4	1,9	0,7	0,4
2026 Jan.	-1,1	-2,2	-1,8	0,0	-5,3	5,8	-5,5	2,1	1,8	2,8	0,7	1,0	1,3
Febr.	-1,0	-1,1	-1,7	1,9	-5,3	1,3	-3,8	1,2	1,0	1,7	0,3	1,0	2,2
März	-2,8	-3,0	-1,1	1,9	-12,4	0,0	-0,1	2,3	0,9	3,8	1,1	0,4	7,6
April	0,4	0,4	0,6	3,4	-4,9	1,9	0,2	0,9	1,2	1,7	-5,0	1,8	5,0
Mai	-1,2	-1,3	1,2	2,6	-9,9	1,3	1,2	1,6	2,4	2,3	-4,6	.	7,0
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2025 Dez.	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,3	0,3	-5,7
2026 Jan.	-1,1	-1,7	-1,2	-2,0	-4,2	4,1	-1,1	0,2	0,6	0,1	-1,1	0,8	-0,3
Febr.	0,3	0,8	0,5	1,0	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	2,2
März	0,3	0,4	0,9	1,4	-4,0	-1,7	1,9	0,8	-0,1	1,5	0,9	0,1	2,4
April	0,3	0,5	0,8	-0,3	1,6	-0,2	0,1	-0,3	0,8	-0,6	-3,6	0,7	0,1
Mai	-0,2	-0,4	-0,3	0,3	0,6	2,2	0,4	0,2	0,6	0,1	-0,5	.	0,6

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	60,1	-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	95,9	-9,9	77,8	-13,6	-2,9	-6,7	3,8	89,9
Q4	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 Q1	97,8	-7,1	78,0	-13,7	-1,9	-6,4	5,3	89,7
Q2	94,0	-7,8	78,2	-19,1	-3,8	-10,2	2,5	89,8
2026 Jan.	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,5	89,7
Febr.	98,0	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,6	.
März	96,4	-7,0	.	-16,3	-2,2	-7,6	4,7	.
April	93,3	-7,6	78,2	-20,5	-2,9	-10,0	1,6	89,8
Mai	93,7	-7,9	.	-19,0	-3,9	-10,9	2,6	.
Juni	95,0	-7,7	.	-17,7	-4,5	-9,7	3,2	.

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	14,1	84,4	1,3	1,9	2,5	4,0	1,6	37,6	6,3	68,5	1,9	3,4	0,9
2024	14,9	81,4	2,3	2,2	-7,5	5,6	4,7	36,0	4,6	67,0	1,9	1,0	1,0
2025	14,7	81,2	0,9	2,6	2,9	4,9	4,5	35,9	4,3	65,4	2,2	6,6	1,5
2025 Q2	14,9	81,4	1,3	2,7	2,0	5,5	5,2	35,8	4,1	66,3	2,7	10,8	1,7
Q3	14,8	81,3	0,4	2,6	4,3	4,9	4,8	35,8	4,3	65,9	2,4	5,9	1,6
Q4	14,7	81,2	1,0	2,6	6,7	4,9	4,5	35,9	4,3	65,4	2,2	1,8	1,5
2026 Q1	14,5	81,0	0,7	2,8	4,3	3,9	3,2	35,7	4,5	65,5	2,2	1,1	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 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	Ein- nahmen 12	Ausgaben 13
2025 Q2	1 505,4	1 427,8	77,6	719,4	633,6	390,7	355,2	346,2	344,0	49,1	94,9	20,0	19,9
Q3	1 483,9	1 427,0	56,9	723,7	633,1	387,6	358,1	323,8	339,7	48,8	96,1	24,5	22,3
Q4	1 495,4	1 432,4	63,0	712,7	636,7	391,2	345,6	343,2	346,7	48,3	103,5	42,2	20,5
2026 Q1	1 526,6	1 448,7	78,0	714,1	653,2	405,8	367,6	356,4	326,2	50,4	101,6	37,0	26,8
2025 Dez.	498,0	479,3	18,8	239,7	220,1	129,0	114,1	113,6	111,5	15,7	33,5	22,1	10,6
2026 Jan.	505,0	466,2	38,8	234,4	205,0	135,6	121,3	118,2	106,4	16,8	33,5	15,2	13,7
Febr.	512,5	487,3	25,2	240,3	219,2	135,2	124,3	119,8	110,4	17,2	33,4	10,4	8,2
März	509,2	495,1	14,1	239,3	228,9	135,1	122,1	118,4	109,4	16,4	34,6	11,4	4,9
April	523,1	505,6	17,5	252,1	233,9	136,0	120,9	118,3	118,6	16,6	32,2	6,7	3,8
Mai	525,0	499,9	25,1	251,5	235,6	137,9	123,6	120,4	108,0	15,2	32,7	7,3	5,5
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2026 Mai	6 054,1	5 782,5	271,6	2 892,3	2 606,7	1 590,0	1 432,9	1 376,0	1 345,1	195,8	397,9	124,8	86,1
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2026 Mai	37,8	36,1	1,7	18,0	16,3	9,9	8,9	8,6	8,4	1,2	2,5	0,8	0,5

Quelle: EZB.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Insgesamt				Nachricht- lich:	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins- gesamt	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	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	1,9	721,9	337,3	138,7	228,9	600,4	693,9	382,1	118,3	177,1	506,8	59,9
Q3	1,4	2,4	724,6	339,8	146,0	222,6	601,0	695,6	379,7	121,3	177,4	511,8	64,6
Q4	0,3	0,4	719,7	332,1	145,0	223,8	592,9	692,9	375,0	124,1	173,9	516,5	57,6
2026 Q1	-6,3	-0,7	724,9	341,9	144,4	220,2	588,7	709,1	389,0	127,6	177,2	519,7	64,5
2025 Dez.	3,5	4,9	242,3	111,3	49,4	75,0	199,6	233,9	126,2	42,0	59,3	175,1	19,7
2026 Jan.	-7,4	-7,0	238,0	112,2	47,3	73,2	194,7	227,6	122,8	41,5	57,7	169,3	18,9
Febr.	-6,7	-2,1	240,2	113,0	47,8	73,3	196,1	234,3	129,6	41,9	58,4	172,7	19,3
März	-4,9	6,5	246,7	116,8	49,3	73,8	198,0	247,2	136,6	44,2	61,1	177,7	26,3
April	4,9	9,4	254,3	122,4	50,1	75,1	204,8	253,4	142,9	44,5	60,1	177,2	31,6
Mai	0,1	10,0	255,7	.	.	.	204,8	260,6	.	.	.	178,9	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2025 Q2	-2,8	1,3	93,6	86,7	89,6	108,6	93,5	100,8	95,3	101,5	110,7	101,3	135,7
Q3	0,1	3,4	94,6	87,4	95,1	105,7	94,9	102,0	96,5	104,4	111,1	102,6	140,7
Q4	-0,9	2,8	92,3	84,1	91,7	105,6	91,8	102,3	95,5	106,6	109,9	103,8	141,1
2026 Q1	-5,4	1,2	92,2	84,7	92,6	104,4	90,8	101,6	94,9	106,8	110,5	103,2	145,0
2025 Nov.	-4,7	2,3	93,6	85,6	91,9	106,7	93,0	104,5	97,2	108,5	112,6	105,0	143,6
Dez.	2,7	8,9	90,9	82,5	91,2	104,5	90,6	103,0	96,3	106,0	111,2	105,5	146,2
2026 Jan.	-7,1	-3,6	91,1	82,9	92,1	104,7	90,9	99,3	91,0	103,2	108,5	100,8	139,5
Febr.	-5,0	0,7	92,8	86,0	92,8	104,9	91,8	101,9	95,6	106,3	109,4	103,3	144,8
März	-4,2	6,2	92,6	85,1	92,9	103,6	89,7	103,6	98,1	110,9	113,5	105,4	150,6
April	2,2	2,6	95,1	89,1	94,2	105,1	93,7	102,3	96,0	109,8	111,1	103,8	146,1

Quelle: Eurostat.

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

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

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2026)	100,0	100,0	72,0	53,2	46,8	100,0	13,8	5,1	25,2	9,0	46,8	87,5	12,5
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,8	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,8	0,2	3,3	0,7	2,0	2,2
Q2	103,1	3,0	2,4	2,8	3,2	1,1	0,0	0,7	0,3	6,3	0,8	3,0	3,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,1	1,6	1,8
Febr.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,3	0,3	-0,1	0,7	0,2	0,6	0,4	1,8	2,4
März	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,3	0,0	7,0	0,2	2,6	2,5
April	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,3	3,0	3,0
Mai	103,1	3,2	2,6	2,9	3,5	0,0	0,0	-0,4	0,1	-1,2	0,2	3,2	3,2
Juni	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	-1,8	0,2	2,7	3,3

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 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- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-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	5,1	1,9
2026 Q1	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	2,0	4,7	.
2025 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	129,9	5,0	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,5	-	-	-
Mai	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,2	0,7	-1,0	2,1	14,0	-	-	-

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 €)					
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾		Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sam- men	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Gewichte in %										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,0	-13,7	-12,3	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,4	2,9	2,4	2,4	2,9	2,0	0,8	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,3	2,1	3,1	2,0	0,4	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q3	120,4	2,4	2,3	2,2	2,9	1,9	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,4	2,6	2,5	2,4	3,5	2,0	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 Q1	121,9	2,4	1,9	2,3	2,1	2,1	0,5	-0,5	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	109,4	6,2	-5,8	16,7	5,3	-3,3	14,4
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,5	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	-3,5	-7,7	0,8
April	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,1
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,5	-7,0	18,6	5,9	-3,4	15,9
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,6	-1,8	15,5	6,0	-2,0	14,1

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

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

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der 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	46,2	47,1	23,8	38,4	63,9
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 Q3	8,0	16,7	13,4	3,0	48,0
Q4	10,2	17,7	13,6	7,9	48,4
2026 Q1	14,4	18,5	14,3	8,8	46,7
Q2	26,2	27,5	15,8	16,7	56,5
2026 Jan.	11,1	17,1	14,2	8,7	46,9
Febr.	12,3	17,8	13,9	6,7	45,8
März	19,7	20,6	14,7	11,1	47,5
April	29,7	27,9	17,1	19,2	56,5
Mai	26,7	27,4	16,0	17,2	57,4
Juni	22,3	27,2	14,1	13,5	55,5

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	110,7	4,8	4,6	5,4	5,1	4,1	4,3
2024	115,9	4,7	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
2025	120,2	3,6	3,5	4,0	3,8	3,3	2,8
2025 Q2	124,7	4,1	4,1	4,2	4,4	3,3	4,0
Q3	116,2	3,5	3,3	4,1	3,5	3,5	1,9
Q4	127,1	3,4	3,1	4,3	3,2	3,7	2,9
2026 Q1	116,2	3,2	3,4	2,9	3,2	3,3	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 Gastrono- mie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2023	109,5	6,5	6,7	8,4	4,7	7,8	1,3	10,5	3,1	6,0	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,3	4,6	7,0	4,3	2,9	4,6	2,1	4,0	4,5	4,4
2025	118,3	3,4	0,6	2,1	4,6	3,0	0,4	4,6	4,7	3,9	4,4	4,8
2025 Q2	117,7	3,4	0,1	2,2	5,4	2,8	0,3	5,4	5,0	4,8	4,2	4,6
Q3	118,6	3,5	0,4	2,9	4,1	2,9	0,2	4,5	5,6	3,6	4,1	6,3
Q4	119,6	3,4	0,8	2,6	2,9	2,6	-0,6	4,3	4,1	3,2	4,8	4,0
2026 Q1	120,4	3,6	2,1	5,7	4,7	2,9	-0,8	4,5	4,0	3,2	3,4	3,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2023	115,0	5,3	4,7	5,8	4,9	5,5	4,4	6,5	3,5	6,0	4,8	5,4
2024	120,3	4,5	5,3	4,4	4,2	4,3	3,9	4,4	3,6	4,7	4,8	5,1
2025	124,9	3,9	4,3	3,7	4,0	3,8	4,2	3,3	3,1	3,9	4,2	3,6
2025 Q2	124,4	4,0	4,4	3,9	4,8	3,6	4,0	3,8	2,7	4,5	4,1	4,2
Q3	125,6	4,0	4,2	4,1	3,9	3,9	4,7	3,1	3,8	3,9	4,0	4,2
Q4	126,7	3,8	3,5	3,6	3,3	3,6	4,2	3,6	4,1	3,0	4,6	3,2
2026 Q1	127,5	3,5	3,4	3,2	3,0	3,7	4,2	3,4	4,3	3,6	3,4	4,1
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2023	105,0	-1,1	-1,9	-2,4	0,2	-2,1	3,1	-3,6	0,4	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,1	1,9	-0,2	-2,6	0,0	1,0	-0,1	1,5	0,7	0,3	0,7
2025	105,6	0,5	3,6	1,6	-0,6	0,8	3,8	-1,2	-1,5	0,0	-0,2	-1,1
2025 Q2	105,7	0,6	4,3	1,6	-0,6	0,7	3,7	-1,6	-2,2	-0,2	-0,1	-0,4
Q3	105,8	0,5	3,8	1,1	-0,2	1,0	4,5	-1,3	-1,6	0,3	-0,1	-2,1
Q4	105,8	0,3	2,7	0,9	0,3	1,0	4,8	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,8
2026 Q1	105,8	-0,1	1,3	-2,3	-1,6	0,7	5,1	-1,1	0,2	0,4	0,1	0,1
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2023	108,8	4,9	4,4	5,5	4,5	5,1	4,3	6,2	3,6	5,4	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	5,0	4,4	4,4	4,1	3,8	4,3	3,2	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,5	4,1	4,2	4,2	4,4	3,8	4,4	4,2	4,3	3,0
2025 Q2	117,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,0	4,2	4,2	4,0	5,0	4,5	3,5
Q3	118,3	3,9	5,0	3,8	3,9	3,7	5,1	3,7	4,4	4,0	3,9	3,7
Q4	118,9	3,6	3,5	3,2	3,4	3,9	3,7	3,3	6,1	2,7	4,2	2,2
2026 Q1	120,0	3,4	3,8	3,0	3,9	3,7	4,4	3,9	4,8	3,4	3,1	3,9
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2023	99,1	-1,3	-1,2	-2,7	0,3	-2,2	2,9	-3,7	0,6	-0,3	-0,7	1,2
2024	99,0	-0,1	1,3	-0,1	-2,5	-0,1	0,8	-0,2	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	99,8	0,8	4,4	2,0	-0,3	1,4	3,9	-0,9	-0,8	0,2	0,0	-1,6
2025 Q2	99,7	1,0	5,0	2,2	-0,6	1,5	3,9	-1,2	-1,3	0,1	0,3	-1,2
Q3	99,7	0,5	4,5	1,0	-0,2	1,1	4,5	-0,9	-2,5	0,1	-0,2	-2,7
Q4	99,4	0,3	3,4	0,6	0,5	1,4	4,1	-0,9	1,8	-0,3	-0,5	-1,4
2026 Q1	99,6	0,0	1,6	-2,6	-0,9	0,8	5,2	-0,5	0,5	0,4	-0,1	0,2

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
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
Juni	2,04	2,15	2,34	2,60	2,80	3,63	0,84

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
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
Juni	2,28	2,43	2,48	2,58	2,92	0,49	0,54	1,47	2,53	2,51	2,88	3,57

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
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
Juni	659,8	6 179,0	1 056,2	246,0	158,3	204,8	402,7	1 262,5	1 548,9	576,0	419,6	805,5	7 450,0	68 340,5

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 Kreditfin- anzierungs- kosten			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr			Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 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	2,40	7,23	16,44	7,11	7,65	8,34	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44	
Mai ^(p)	0,27	1,17	1,93	2,36	7,19	16,42	7,15	7,66	8,42	4,38	3,60	3,47	3,65	3,32	3,76	3,48	

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 Kredit- finan- zierungs- kosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025	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	3,62	3,59	3,60
	April	0,54	1,99	2,72	3,70	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62
	Mai ^(p)	0,53	2,03	2,61	3,72	3,78	4,47	5,05	3,64	3,74	3,88	3,28	3,57	3,74	3,64

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insge- samt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insge- samt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nichtfinan- zielle Kapital- gesellschaften	Ins- gesamt	Darunter: Zentral- staaten			Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapital- gesell- schaften	Ins- gesamt	Darunter: Zentral- staaten		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2023	1 575,2	623,6	164,6	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1 599,7	581,0	206,1	121,2	70,8	741,8	674,7	517,2	206,4	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1 616,6	576,2	217,2	135,6	77,3	745,8	662,7	555,5	227,0	151,9	123,8	42,0	134,6	107,8
2026 Jan.	1 685,9	606,8	215,7	125,5	88,8	774,6	672,7	626,5	251,2	162,8	127,6	45,1	167,4	138,7
Febr.	1 689,4	623,6	220,4	127,6	92,2	753,2	659,4	558,1	231,4	153,4	124,9	41,3	132,1	99,8
März	1 666,4	581,2	220,8	130,2	90,7	773,7	682,6	626,8	234,8	174,6	144,9	48,2	169,2	144,3
April	1 665,9	578,6	200,9	109,9	100,5	786,0	700,2	629,9	222,4	171,2	134,8	62,4	173,8	144,8
Mai	1 679,1	583,0	203,5	108,3	97,1	795,5	710,1	593,6	218,3	171,7	130,2	53,2	150,4	123,9
Juni	1 722,0	620,9	203,4	101,4	90,3	807,4	726,3	637,4	252,1	183,6	138,3	52,2	149,5	132,1
Langfristig														
2023	19 445,4	4 456,3	3 255,6	1 429,7	1 544,6	10 188,9	9 449,7	322,0	93,4	68,3	31,0	21,2	139,2	130,7
2024	20 554,6	4 773,9	3 528,6	1 524,1	1 644,8	10 607,3	9 835,4	351,0	89,2	86,1	35,2	27,0	148,7	138,0
2025	21 434,3	4 890,5	3 785,7	1 691,8	1 745,1	11 012,9	10 220,2	384,6	93,2	102,6	44,6	31,1	157,8	146,7
2026 Jan.	21 749,5	4 947,3	3 790,0	1 685,5	1 768,0	11 244,2	10 430,3	537,8	146,7	91,4	29,5	36,5	263,2	236,0
Febr.	22 006,5	4 992,8	3 817,1	1 690,0	1 779,8	11 416,7	10 590,0	387,9	88,5	88,0	32,8	23,1	188,3	174,5
März	21 703,5	4 941,0	3 808,5	1 709,6	1 736,9	11 217,1	10 400,6	444,1	113,5	128,5	62,8	20,9	181,2	163,9
April	21 791,0	5 006,1	3 826,5	1 714,8	1 753,4	11 205,0	10 388,2	440,0	130,7	93,8	36,2	34,1	181,3	170,8
Mai	22 038,0	5 047,8	3 876,9	1 733,8	1 779,6	11 333,7	10 505,2	439,7	113,6	103,6	37,2	45,2	177,4	164,9
Juni	22 345,1	5 127,8	3 917,6	1 750,3	1 802,2	11 497,6	10 652,5	479,9	136,1	103,8	37,6	42,4	197,7	181,1

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesell- schaften (ohne MFIs)	Nicht- finanzielle Kapitalgesell- schaften	
			Finanzielle Kapital- gesellschaften (ohne MFIs)		Insgesamt	Darunter: Zentral- staaten					
			Insgesamt	FMKGs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Umlauf											
2023	21 020,5	5 079,9	3 420,2	1 534,3	1 629,9	10 890,6	10 108,8	9 642,3	625,3	1 386,1	7 630,4
2024	22 154,3	5 354,9	3 734,7	1 645,3	1 715,6	11 349,0	10 510,1	10 143,4	753,4	1 581,0	7 808,6
2025	23 050,9	5 466,7	4 002,9	1 827,4	1 822,5	11 758,8	10 882,9	11 700,9	1 315,7	1 847,8	8 536,9
2026 Jan.	23 435,4	5 554,2	4 005,7	1 811,0	1 856,8	12 018,7	11 103,0	11 940,9	1 363,8	1 826,7	8 749,8
Febr.	23 695,9	5 616,4	4 037,5	1 817,5	1 872,1	12 169,9	11 249,4	12 295,8	1 320,4	1 874,3	9 100,6
März	23 369,9	5 522,2	4 029,3	1 839,8	1 827,6	11 990,8	11 083,2	11 328,2	1 177,3	1 769,4	8 381,0
April	23 457,0	5 584,6	4 027,4	1 824,7	1 853,9	11 991,0	11 088,4	11 920,7	1 269,2	1 835,0	8 816,0
Mai	23 717,1	5 630,8	4 080,4	1 842,2	1 876,7	12 129,2	11 215,3	12 301,1	1 328,5	1 841,6	9 130,7
Juni	24 067,1	5 748,6	4 121,0	1 851,8	1 892,5	12 305,0	11 378,8	12 605,8	1 424,1	1 926,3	9 255,0
Wachstumsraten ¹⁾											
2025 Nov.	5,5	4,0	9,9	11,7	4,1	5,0	4,8	0,0	0,4	-0,7	0,1
Dez.	5,3	3,3	10,3	12,4	4,0	4,9	4,8	0,1	2,9	-1,7	0,1
2026 Jan.	5,5	3,3	9,9	11,2	4,7	5,3	5,0	0,0	2,6	-1,9	0,0
Febr.	5,4	3,8	9,5	10,7	4,8	5,0	4,8	0,0	2,3	-1,9	0,1
März	5,5	3,0	9,5	10,6	4,3	5,5	5,4	0,2	2,3	-1,6	0,3
April	5,5	5,1	8,5	8,7	4,6	4,9	4,9	0,1	1,6	-2,4	0,4
Mai	5,3	4,0	8,4	9,4	3,5	5,2	5,2	0,0	1,6	-2,6	0,4
Juni	5,6	4,9	7,6	6,8	3,7	5,5	5,4	0,2	1,1	-2,2	0,6

Quelle: EZB.

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

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi Yuan	Tschechische Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japanischer Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumänischer Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	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 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
Q2	7,910	24,298	7,473	360,169	185,336	4,250	0,866	5,1919	10,886	0,919	1,163
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
Juni	7,804	24,208	7,474	353,939	185,114	4,257	0,864	5,2421	10,955	0,921	1,152
Veränderung gegen Vormonat in %											
2026 Juni	-1,6	-0,4	0,0	-1,2	0,2	0,4	-0,2	0,2	0,9	0,6	-1,3
Veränderung gegen Vorjahr in %											
2026 Juni	-5,6	-2,4	0,2	-12,0	11,2	-0,2	1,6	3,9	-0,5	-1,9	0,0

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 Q2	35 885,5	34 552,7	1 332,8	12 598,6	9 747,0	14 352,2	16 775,2	2,9	7 469,8	8 030,5	1 462,1	16 902,4
Q3	36 820,9	35 270,8	1 550,1	12 645,5	9 803,7	15 080,5	17 416,7	-11,4	7 484,0	8 050,5	1 622,2	17 013,6
Q4	37 696,7	36 045,6	1 651,1	12 883,2	9 857,0	15 500,5	18 128,4	-3,2	7 541,3	8 060,2	1 774,9	16 959,7
2026 Q1	38 475,1	36 677,5	1 797,6	12 933,3	9 896,0	15 575,6	18 269,6	20,0	8 038,1	8 511,9	1 908,1	17 524,9
Bestände in % des BIP												
2026 Q1	240,2	228,9	11,2	80,7	61,8	97,2	114,0	0,1	50,2	53,1	11,9	109,4
Transaktionen												
2025 Q2	337,8	250,5	87,3	-18,6	-45,8	215,6	203,8	-20,1	152,1	92,4	8,7	-
Q3	316,1	263,1	53,0	45,1	35,3	281,9	203,8	-4,4	-12,5	24,0	5,9	-
Q4	406,9	312,2	94,7	209,4	-3,3	142,6	277,5	-24,3	70,5	38,0	8,6	-
2026 Q1	628,9	596,7	32,2	66,3	55,7	219,5	274,3	-11,4	348,8	266,7	5,7	-
2025 Dez.	-26,7	-56,4	29,6	119,9	-21,9	61,4	152,9	-18,4	-194,8	-187,4	5,2	-
2026 Jan.	370,7	356,0	14,7	10,7	-4,8	170,0	100,9	-23,6	212,6	259,9	1,1	-
Febr.	305,3	283,9	21,4	15,4	14,7	112,0	132,3	-8,5	184,1	136,9	2,3	-
März	-47,1	-43,2	-3,9	40,2	45,8	-62,5	41,1	20,7	-47,9	-130,1	2,3	-
April	183,4	146,5	36,8	21,1	16,4	46,8	35,8	14,7	103,7	94,3	-3,0	-
Mai	192,3	198,9	-6,6	4,4	-0,6	69,6	73,8	17,4	94,7	125,7	6,2	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2026 Mai	1 937,5	1 651,7	285,7	334,7	64,2	888,5	1 005,0	-12,8	702,2	582,5	24,8	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2026 Mai	12,1	10,3	1,8	2,1	0,4	5,5	6,3	-0,1	4,4	3,6	0,2	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt	
	M2						M3-M2						
	M1			M2-M1			Zusammen	Repo-geschäfte	Geldmarkt-fondsanteile	Schuld-verschrei-bungen 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	2 422,7	2 574,0	4 996,7	16 282,5	223,3	900,9	40,9	1 165,1	17 447,6
2025	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	2 411,1	2 569,2	4 980,3	16 203,2	231,7	858,8	38,3	1 128,8	17 332,0
	Febr.	1 598,0	9 636,8	11 234,8	2 435,6	2 574,5	5 010,2	16 245,0	207,6	884,1	18,6	1 110,2	17 355,2
	März	1 602,1	9 683,8	11 285,9	2 422,7	2 574,0	4 996,7	16 282,5	223,3	900,9	40,9	1 165,1	17 447,6
	April	1 602,9	9 660,6	11 263,5	2 445,8	2 579,5	5 025,3	16 288,7	200,8	900,7	44,7	1 146,1	17 434,8
	Mai ^(p)	1 606,4	9 721,7	11 328,1	2 473,1	2 580,6	5 053,7	16 381,8	213,3	911,6	45,5	1 170,4	17 552,2
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	476,5	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,3	
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	-18,4	8,7	-9,7	92,8	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9
2025	Dez.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,0
2026	Jan.	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,5	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	0,8	-29,3	-28,5	25,2	5,6	30,8	2,3	-21,8	-1,4	1,0	-22,3	-20,0
	Mai ^(p)	3,5	59,3	62,8	26,8	1,1	27,9	90,8	12,4	10,1	1,6	24,1	114,9
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	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	2,3	4,0	3,8	-1,7	3,3	0,9	2,9	-11,8	3,3	33,4	0,9	2,7
	Mai ^(p)	2,4	4,3	4,0	-0,1	3,0	1,4	3,2	-3,2	3,4	47,6	3,2	3,2

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	9 101,3	5 564,3	1 150,9	2 385,4	0,7	1 435,8	244,0	554,5
2025 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	9 080,3	5 552,9	1 144,8	2 381,6	1,0	1 403,5	239,5	578,6
Febr.	3 557,7	2 610,2	790,3	152,5	4,6	9 105,6	5 572,1	1 147,8	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	9 101,3	5 564,3	1 150,9	2 385,4	0,7	1 435,8	244,0	554,5
April	3 572,1	2 612,4	800,8	153,6	5,3	9 136,6	5 585,3	1 159,6	2 390,9	0,8	1 387,5	237,1	553,3
Mai ^(p)	3 606,8	2 623,2	823,7	153,9	6,0	9 163,7	5 608,0	1 164,9	2 389,9	0,9	1 409,3	245,0	564,0
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	-23,5	12,7	-1,0
2025 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	6,0	-12,4	15,0	1,2	2,2	26,1	11,4	9,1	5,4	0,2	-44,5	-6,6	-1,3
Mai ^(p)	34,0	10,3	22,7	0,3	0,7	26,2	21,9	5,2	-0,9	0,1	20,9	7,8	10,7
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 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	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,4	-0,2	-3,5	2,0
Mai ^(p)	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,9	4,6	-3,6	2,6	-12,9	2,3	3,6	3,4

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									
	Insge- samt	Buch- kredite	Schuld- verschrei- bungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuld- verschrei- bungen	Anteils- rechte und Invest- ment- fondsanteile (ohne Geldmarkt- fonds)		
					Insgesamt		An nicht- finanzielle Kapital- gesell- schaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmone- täre finanzielle Kapitalgesell- schaften ohne Versicherungs- gesellschaften und Pensions- einrichtungen ³⁾			An Versiche- rungsgesell- schaften und Pensions- einrichtungen	
					Ins- gesamt	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 ^(p)	6 307,6	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	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.	6 371,8	1 039,7	5 305,8	16 359,0	13 711,5	13 983,7	5 310,7	6 898,5	1 351,0	151,2	1 588,3	1 059,2
	Febr.	6 327,9	1 045,0	5 256,6	16 402,3	13 753,1	14 016,8	5 335,7	6 918,8	1 346,1	152,5	1 585,5	1 063,6
	März	6 307,6	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	6 270,9	1 048,8	5 195,8	16 404,2	13 820,5	14 092,4	5 380,7	6 940,0	1 351,7	148,1	1 529,2	1 054,5
	Mai ^(p)	6 306,0	1 049,2	5 230,5	16 478,3	13 886,3	14 159,9	5 404,8	6 958,3	1 373,8	149,4	1 530,1	1 061,8
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9	
2024	-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 ^(p)	14,4	24,8	-10,4	158,3	153,2	149,5	48,1	57,2	47,3	0,5	0,5	4,6
2025	Dez.	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,4	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7
2026	Jan.	49,5	17,3	32,1	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3
	Febr.	-61,3	5,2	-66,5	34,2	41,7	32,0	29,4	20,7	-9,7	1,3	-5,2	-2,3
	März	26,3	2,3	24,0	49,0	61,9	69,9	19,5	19,0	23,6	-0,2	-9,5	-3,4
	April	-40,6	1,2	-41,8	-11,6	33,4	34,7	22,6	20,0	-5,0	-4,2	-42,8	-2,2
	Mai ^(p)	18,8	-0,4	19,2	69,7	67,5	69,5	25,7	19,0	21,5	1,3	-0,8	3,0
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 ^(p)	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	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	-0,8	3,0	3,1	3,3	3,0	2,8	4,8	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	2,9	3,4	3,5	3,4	2,9	5,6	5,2	-2,3	5,3
	Mai ^(p)	0,1	3,9	-0,7	3,3	3,8	3,9	3,8	3,0	7,5	5,0	-2,3	5,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		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 ^(p)	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 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.	5 310,7	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	5 380,7	5 409,2	970,1	1 148,0	3 262,6	6 940,0	7 193,4	798,3	5 480,7	661,0
Mai ^(p)	5 404,8	5 442,2	980,7	1 157,0	3 267,1	6 958,3	7 209,8	801,8	5 496,8	659,7
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	26,5	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 Q1 ^(p)	48,1	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,3	9,3	45,8	2,1
2025 Dez.	32,2	28,4	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	26,6	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
April	22,6	23,6	4,5	7,5	10,5	20,0	18,6	3,3	15,7	1,0
Mai ^(p)	25,7	33,8	11,3	8,4	5,9	19,0	17,3	4,0	16,3	-1,3
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 ^(p)	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 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	3,4	3,4	4,8	4,0	2,8	2,9	3,0	5,3	2,9	0,5
Mai ^(p)	3,8	4,0	6,3	4,7	2,9	3,0	3,1	5,6	3,0	0,4

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	8 547,7	1 890,8	133,2	2 650,7	3 873,0	3 532,7	144,8	396,2	257,3
2025 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	8 589,8	1 883,4	131,5	2 613,7	3 961,2	3 529,9	142,7	400,5	250,3
Febr.	426,4	8 697,5	1 884,9	132,1	2 626,2	4 054,4	3 616,4	132,6	404,5	255,9
März	427,7	8 547,7	1 890,8	133,2	2 650,7	3 873,0	3 532,7	144,8	396,2	257,3
April	426,1	8 514,6	1 849,9	132,9	2 667,3	3 864,6	3 519,2	181,2	386,6	277,0
Mai ^(p)	429,3	8 556,9	1 853,4	134,8	2 700,9	3 867,7	3 556,4	197,8	416,8	272,8
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	-141,2	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	84,1	7,0	-10,2	-3,0
2026 Q1 ^(p)	19,0	44,2	14,3	1,3	20,5	8,1	139,1	-91,7	71,2	21,0
2025 Dez.	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,8	10,7	-84,3	-31,8
2026 Jan.	73,5	-15,0	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,2	-69,4	76,0	13,5
Febr.	-55,1	31,9	0,9	0,6	8,4	22,1	24,2	-0,5	4,0	6,1
März	0,6	27,3	4,0	1,0	9,0	13,2	55,7	-21,9	-8,8	1,4
April	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	24,6	0,1	-15,1	30,9	-9,6	22,5
Mai ^(p)	3,2	50,5	3,2	2,0	32,1	13,4	49,2	30,9	30,2	-4,2
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	-	-	27,9	16,1
2025 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	-	-	21,9	16,6
März	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	27,9	16,1
April	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	17,4
Mai ^(p)	-7,2	2,9	0,9	7,2	5,8	1,8	-	-	35,7	12,9

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 Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,0
Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q4	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2026 Q1	-3,1	.	.	.	.	-1,2

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Vermögens-wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					Vermögens-wirksame Ausgaben
		Ins-gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial-beiträge			Ins-gesamt	Arbeitnehmer-entgelt	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Sozial-ausgaben	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 Q2	46,7	45,8	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q3	46,7	46,0	13,3	12,5	15,0	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	5,1
Q4	47,0	46,1	13,4	12,5	15,1	0,8	49,9	44,8	10,1	6,0	1,9	23,0	5,1
2026 Q1	47,0	46,2	13,4	12,5	15,2	0,8	50,1	44,9	10,1	6,0	1,9	23,1	5,2

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

6.3 Verschuldung

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

	Insge-samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld-verschrei-bungen	Gebietsansässige		Gebiets-fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro-Vorgänger-währungen	Andere Währungen
					Ins-gesamt	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 Q2	87,8	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,2	2,2	11,7	74,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,7	2,1	11,8	73,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 Q1	88,9	2,3	11,7	74,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenz	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 Q2	0,5	1,0	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
Q3	1,0	1,1	1,0	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-1,2	3,8
Q4	1,1	1,1	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,2	3,9
2026 Q1	1,7	1,2	1,5	0,9	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,1	4,3

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

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 Q2	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,9	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	-2,8	-2,0	1,9	1,7	-2,4	-5,1	-3,1	-3,1	3,4
2026 Q1	-5,2	-4,6	-3,1	-1,8	2,0	1,5	-2,4	-5,1	-3,2	-3,0	3,3
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 Q2	106,2	26,3	62,3	23,2	34,4	152,0	103,4	115,4	57,4	138,1	61,1
Q3	107,1	28,4	63,0	22,8	34,5	149,8	103,1	117,3	57,1	137,5	60,3
Q4	107,9	29,9	63,5	24,1	34,8	146,1	100,7	115,7	56,3	137,1	55,0
2026 Q1	109,1	28,5	64,4	25,2	37,0	143,5	101,6	117,6	58,4	138,9	54,6

	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 Q2	-2,0	-1,8	-0,2	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-4,0
Q3	-2,6	-1,8	-0,8	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,8
Q4	-2,5	-1,8	-1,8	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,8
2026 Q1	-2,3	-1,7	-2,4	-3,2	-1,7	-3,9	0,5	-2,7	-4,4	-4,1
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 Q2	47,6	39,0	25,0	46,6	43,0	82,0	96,5	69,5	62,9	88,4
Q3	44,8	40,6	27,5	46,4	42,7	83,4	97,4	67,7	62,3	86,7
Q4	46,9	39,5	26,5	46,4	44,7	81,3	89,7	65,7	61,4	88,5
2026 Q1	46,9	42,3	29,2	45,9	43,8	83,3	91,0	64,8	62,5	89,7

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 22. Juli 2026.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-26-055-DE-N (Online-Version)