



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2026



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturentwicklung	16
3 Preise und Kosten	26
4 Finanzmarktentwicklungen	34
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	40
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	46
Kästen	50
1 Welche Länder sind vom industriellen Aufstieg Chinas am meisten betroffen? Erfassung der unterschiedlich ausgeprägten Abhängigkeiten innerhalb der EU	50
2 Umgang mit Unsicherheit: Wie der Konflikt im Nahen Osten die Erwartungen und Bewältigungsstrategien der Unternehmen prägt	58
3 Wesentliche Ergebnisse der jüngsten Bevölkerungsprognosen für den Euroraum	64
4 Uneinheitliche Weitergabe der Großhandelspreise für Gas und Strom an die Endkundenpreise	70
5 Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten aus der Perspektive des Macro-Finance Financial Conditions Index	77
6 Entwicklung der US-Aktienmärkte während des KI-Booms	85
7 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 6. Mai bis zum 28. Juli 2026	92
Aufsätze	98
1 Skalierung europäischer Unternehmen: Argumente für ein EU-Gesellschaftsrecht zur grenzüberschreitenden Mobilisierung von Investitionen, Innovationen und Wachstum	98
2 Verteidigungsausgaben und ihre kurz- und längerfristigen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen	125
Statistik	150

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

Auf seiner Sitzung am 10. September 2026 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Der Konflikt im Nahen Osten erzeugt weiterhin Inflationsdruck, und die Inflation dürfte für einen längeren Zeitraum deutlich über dem Zielwert bleiben. Der Beschluss, die Leitzinsen anzuheben, unterstreicht die Entschlossenheit des EZB-Rats, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert.

Im Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2026 gehen die Fachleute der EZB davon aus, dass die durchschnittliche Gesamtinflation 2026 bei 3,0 %, 2027 bei 2,5 % und 2028 bei 2,1 % liegen wird. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird im Basisszenario von 2,5 % für 2026, 2,6 % für 2027 und 2,3 % für 2028 ausgegangen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 ist die Basisprojektion zur Inflation für 2026 unverändert, während sie für 2027 und 2028 nach oben revidiert wurde. Die Basisprojektion für das Wirtschaftswachstum beläuft sich auf 0,9 % für 2026, 1,4 % für 2027 und 1,5 % für 2028. Dies stellt eine Aufwärtsrevision für die Jahre 2026 und 2027 dar. Darin spiegelt sich hauptsächlich wider, dass die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums stärker ist als erwartet.

Der Ausblick ist nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet, wobei die Risiken für die Inflation aufwärts- und für das Wirtschaftswachstum abwärtsgerichtet sind. In Bezug auf den Energieschock illustrieren die aktualisierten Szenarios der Fachleute das breite Spektrum von Resultaten für die mögliche Wachstums- und Inflationsentwicklung. Dabei wurden verschiedene Annahmen zu Intensität und Dauer des Schocks sowie zu dessen indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten zugrunde gelegt. Diese Szenarios wurden als Teil der [Euroraum-Projektionen vom September 2026](#) auf der Website der EZB veröffentlicht.

Mit dem Beschluss vom 10. September ist der EZB-Rat weiterhin gut positioniert, um die durch den Konflikt im Nahen Osten 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

Trotz des Gegenwinds durch den Energieschock hat sich die Wirtschaft im zweiten Quartal 2026 als widerstandsfähig erwiesen. Über Länder und Sektoren hinweg war ein breit angelegtes Wachstum zu verzeichnen. Dieses Muster dürfte sich bis ins dritte Quartal hinein fortgesetzt haben. Das verarbeitende Gewerbe entwickelt sich weiterhin solide, und die Staaten geben mehr für Verteidigung und Infrastruktur aus. Ausgehend von einem niedrigen Niveau hat sich das Verbrauchervertrauen wieder erhöht und trägt dazu bei, dass sich der Dienstleistungssektor von dem anfänglichen Energieschock erholt. Bei den digitalen Dienstleistungen, den Unternehmensinvestitionen und den Exporten machen sich die verstärkten KI-bezogenen Aktivitäten bemerkbar.

Der Arbeitsmarkt hat sich weiter robust entwickelt, und die Arbeitslosenquote blieb im Juli mit 6,4 % unverändert. Das Wachstum der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung verlangsamt sich weiterhin, während die Produktivität allmählich anzieht.

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten haben sich gegenüber den Juni-Projektionen verbessert; darin spiegelt sich vor allem die Widerstandsfähigkeit der privaten Konsumausgaben und der öffentlichen Ausgaben wider. Auf mittlere Sicht dürfte der Konsum von allmählich sinkenden Energiepreisen und einem starken Arbeitsmarkt unterstützt werden. Das Wachstum wird zunehmend von Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen getragen. Das Exportwachstum sollte von einer steigenden Auslandsnachfrage profitieren. Es wird jedoch durch Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit sowie die Unsicherheit hinsichtlich der globalen Handelspolitik gebremst.

Ein höheres Potenzialwachstum erfordert strukturelle Reformen und muss durch solide öffentliche Finanzen untermauert werden. 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. Vor dem Hintergrund, dass der Einigungsprozess hinsichtlich des Rechtsrahmens für den digitalen Euro seine abschließende Phase erreicht, bekräftigte der EZB-Rat, wie wichtig es ist, so schnell wie möglich eine Einigung über das Paket zur einheitlichen Währung zu erzielen. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energieschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein.

Inflation

Die Inflation stieg im August auf 3,3 % nach 2,9 % im Juli. Der Preisauftrieb bei Energie erhöhte sich im selben Zeitraum von 10,3 % auf 14,3 %. Dieser Anstieg dürfte vor allem auf einen starken Beitrag der Raffineriemargen für flüssige Brennstoffe sowie höhere Preise für Energierohstoffe zurückzuführen sein. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln lag unverändert bei 1,2 %. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sank geringfügig von 2,5 % im Juli auf 2,4 %. Dabei erhöhte sich

die Inflation bei Waren von 0,9 % auf 1,2 %; bei Dienstleistungen verringerte sie sich von 3,3 % auf 3,0 %.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation blieben im Juli weitgehend stabil. Die Löhne zeigen zum jetzigen Zeitpunkt keine wesentliche Reaktion auf den Energieschock. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer wies im zweiten Quartal 2026 eine Jahreswachstumsrate von 3,3 % auf, verglichen mit 3,5 % im ersten Quartal. Auch die steigende Arbeitsproduktivität hat dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen; es verlangsamte sich von 3,5 % im ersten Quartal auf 2,6 %. Zugleich stieg das Wachstum der Stückgewinne von 0,3 % auf 2,2 %. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) deutet auf einen moderaten Anstieg der Tariflöhne auf 2,7 % in der ersten Jahreshälfte 2027 hin. Die kürzerfristigen Inflationserwartungen verbleiben auf einem erhöhten Niveau. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen indes bei rund 2 %. Dies begünstigt eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation in der Nähe des Zielwerts.

Der Konflikt im Nahen Osten sowie die jüngsten Entwicklungen in Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine haben die Energiepreise weiter nach oben getrieben. Dies dürfte dafür sorgen, dass die Gesamtinflation bis in die erste Jahreshälfte 2027 hinein deutlich über dem Zielwert bleibt. Danach dürfte der Preisauftrieb bei Energie nachlassen und sich bis Mitte 2028 ins Negative kehren, wodurch die Gesamtinflation sinken würde. Es wird erwartet, dass sich die höheren Energiepreise allmählich auf die Kerninflation und die Teuerung bei Nahrungsmitteln auswirken werden. Die verbesserten Konjunkturaussichten sollten zudem zu einer etwas höheren Kerninflation beitragen. Diese dürfte bis Anfang 2027 weiter anziehen und im restlichen Jahresverlauf erhöht bleiben, bevor sie sich 2028 abschwächt. Insgesamt wird erwartet, dass die Gesamtinflation gegen Ende 2027 auf einen Stand um den Zielwert herum zurückkehrt. Unterstützt wird sie dabei durch die Auswirkungen der höheren Zinssätze. Der EZB-Rat wird den Umfang und die Dauer des Energiepreisanstiegs und seine Auswirkungen auf die Preis- und Lohnentwicklung, die Inflationserwartungen und die gesamtwirtschaftliche Dynamik weiterhin genau beobachten.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet. Dies ist insbesondere auf den Konflikt im Nahen Osten sowie die Entwicklungen in Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine zurückzuführen. 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 Übertragungseffekte auf die weltweiten Anleihemärkte könnten zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen führen und dadurch die Nachfrage dämpfen. Ein Wiederaufleben handelspolitischer Spannungen zwischen großen Volkswirtschaften könnte außerdem weitere Lieferkettenstörungen und einen Rückgang der Exporte verursachen sowie den Konsum und die Investitionen

schwächen. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn sich die Wirtschaft und die Energiemärkte schneller als angenommen an die durch die derzeitigen Konflikte verursachten Störungen anpassen oder wenn diese Konflikte nachhaltig beigelegt würden. Darüber hinaus könnten der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum, Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie Reformen zur Steigerung der Produktivität und zur Vollendung des EU-Binnenmarkts das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln.

Die Risiken für die Inflationsaussichten sind aufwärtsgerichtet. Dies ist insbesondere auf den Konflikt im Nahen Osten sowie die Entwicklungen in Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine zurückzuführen. Der Energieschock könnte sich weiter verschärfen, und seine Auswirkungen auf andere Preise und die Löhne könnten stärker ausfallen als zurzeit erwartet. Vor allem die Gaspreise könnten im Falle weiterer Lieferstörungen oder eines ungewöhnlich kalten Winters bei gleichzeitig niedrigen Speicherfüllständen ansteigen. 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. Neuerliche 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, die unter Umständen durch sich verschärfende El-Niño-Bedingungen verstärkt werden, sowie die fortschreitende Klima- und Umweltkrise im Allgemeinen könnten eine unerwartet starke Verteuerung von Nahrungsmitteln nach sich ziehen. Die Inflation könnte hingegen niedriger ausfallen, wenn die anhaltenden geopolitischen Konflikte nachhaltig gelöst würden oder die indirekten Effekte bzw. Zweitrundeneffekte des jüngsten Energiepreisschocks weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten die Nachfrage belasten und damit ebenfalls die Inflation sinken lassen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 23. Juli 2026 gestiegen. Darin spiegeln sich ähnliche Entwicklungen an den globalen Märkten wider. Nach der Zinserhöhung im Juni 2026 sind die Bankkreditzinsen für Unternehmen gestiegen. Sie beliefen sich auf 3,6 % im Mai und auf 3,8 % im Juni und im Juli. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der Unternehmen betrugen im Juli 4,0 %; damit lagen sie ähnlich hoch wie in den Vormonaten und deutlich über dem Niveau, das vor dem Nahostkonflikt verzeichnet wurde. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen, die üblicherweise mit einer längeren Verzögerung auf Änderungen der Geldpolitik reagiert, stieg im Juli weiter auf 4,4 % nach 4,0 % im Mai und im Juni. Die jährliche Zuwachsrate der Emission von Unternehmensanleihen belief sich auf 3,4 % (nach 3,6 % im Juni und 3,3 % im Mai). Die Zinsen für Hypothekarkredite waren im Juni und im Juli mit 3,5 % unverändert, während sich das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe von 3,1 % im Mai und im Juni auf 3,0 % im Juli abschwächte.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf seiner Sitzung am 10. September 2026 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend belaufen sich der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 16. September 2026 auf 2,50 %, 2,65 % bzw. 2,90 %.

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 die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten und der damit verbundenen Risiken – vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten – sowie der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

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

Die Weltwirtschaft erwies sich auch im zweiten Quartal 2026 als widerstandsfähig. Dabei wog die anhaltende Investitionstätigkeit im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) die negativen Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten auf. Die Konjunktur behauptete sich besser als erwartet, da das kräftigere Wachstum in Ländern, die KI-Produkte exportieren (wie etwa Malaysia, Südkorea und Taiwan), aber auch überraschend positive Wirtschaftsdaten in Indien das schwächere Wachstum in den Vereinigten Staaten und in China mehr als kompensierten. Die Daten zum Welthandel fielen wesentlich besser aus als erwartet. Grund hierfür waren unter anderem KI-bezogene Exporte sowie temporäre Vorzieheffekte bei zollreagiblen und energieintensiven Waren. Aktuelle Indikatoren lassen auf eine fortdauernde Widerstandsfähigkeit im dritten Quartal schließen. Die weltweite Inflation zog im zweiten Quartal an; dies stand im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2026. Maßgeblich für den Inflationsanstieg war, dass die höheren Energiekosten auf die Verbraucherpreise durchwirkten, während zugleich auch der Preisdruck bei KI-bezogenen Waren zunahm. Die Aussichten für das globale Wachstum, die sich aus den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2026 ergeben, wurden gegenüber den Projektionen vom Juni leicht nach oben revidiert. Ausschlaggebend hierfür waren die nachlassenden Angebotsengpässe, höhere Investitionen im Bereich KI und niedrigere Ölpreise. Das Wachstum des Welthandels wurde stärker nach oben revidiert, da die Ergebnisse für das zweite Quartal besser als erwartet ausfielen und die Investitionen in die KI-Infrastruktur eine hohe Handelsintensität aufweisen. Die weltweiten Inflationsaussichten sind unverändert. Dies ist dadurch begründet, dass der abwärtsgerichtete Effekt der niedrigeren Preise für Rohöl und die nachlassenden Angebotsengpässe größtenteils durch die Ausweitung der Raffineriemargen für Mineralölerzeugnisse, höhere Gaspreise und einen stärkeren Preisdruck bei KI-bezogenen Waren ausgeglichen werden.

Die Weltwirtschaft erwies sich im zweiten Quartal 2026 nach wie vor als widerstandsfähig. Zudem lassen aktuelle Indikatoren für die nächste Zeit auf eine anhaltende positive Entwicklung schließen. Aus den vorliegenden

Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass das globale reale BIP (ohne Euroraum) im zweiten Quartal 2026 um 0,8 % zum Vorquartal gestiegen ist. Das schwächere Wachstum in den Vereinigten Staaten und China wurde durch kräftigere Zuwächse in Ländern, die KI-Produkte exportieren (wie etwa Malaysia, Südkorea und Taiwan), aber auch überraschend positive Wirtschaftsdaten in Indien mehr als kompensiert. Die Umfrageindikatoren erhöhten sich im August weiter; dabei verzeichnete der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im Dienstleistungssektor eine spürbare Zunahme, und der globale Index für das verarbeitende Gewerbe blieb deutlich im expansiven Bereich (siehe Abbildung 1, Grafik a). Detaillierten sektorspezifischen Umfragen zufolge ist der Technologiesektor weiterhin ein wichtiger Wachstumsmotor. Demgegenüber schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im Bereich der Herstellung von Konsumgütern ab, denn der von Vorzieheffekten ausgehende temporäre Wachstumsimpuls lässt inzwischen nach. Aus den globalen EMI-Daten geht hervor,

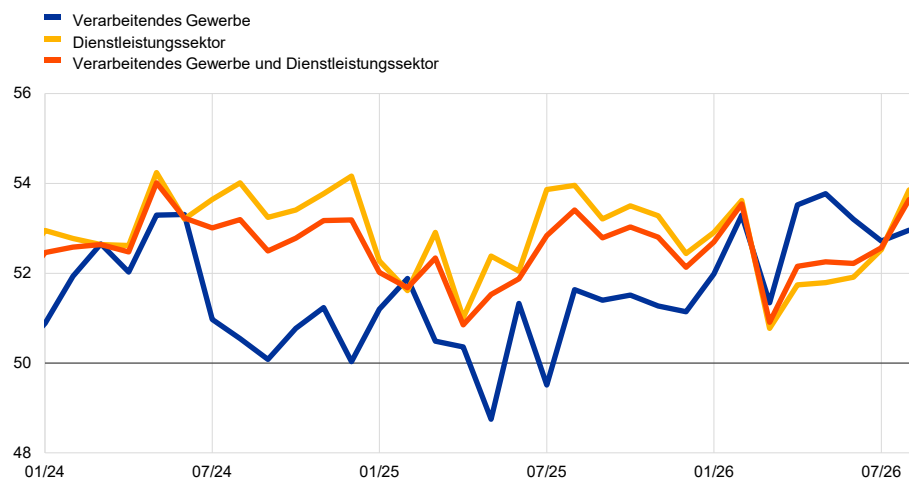
dass die Angebotsengpässe in den energiebezogenen Sektoren seit Mai merklich zurückgegangen sind, während andere Sektoren weitgehend unbeeinträchtigt blieben; eine Ausnahme bildete hierbei die Halbleiterindustrie, in der sich die Knappheiten aufgrund der hohen KI-bedingten Nachfrage verschärften (siehe Abbildung 1, Grafik b). Die aktuellen Daten lassen für das dritte Quartal auf ein robustes Wachstum auf globaler Ebene schließen. Laut dem Nowcasting-Tool der EZB dürfte das vierteljährliche Wachstum bei rund 1,0 % liegen, was in etwa der Konsensschätzung von privatwirtschaftlichen Institutionen entspricht.

Abbildung 1

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

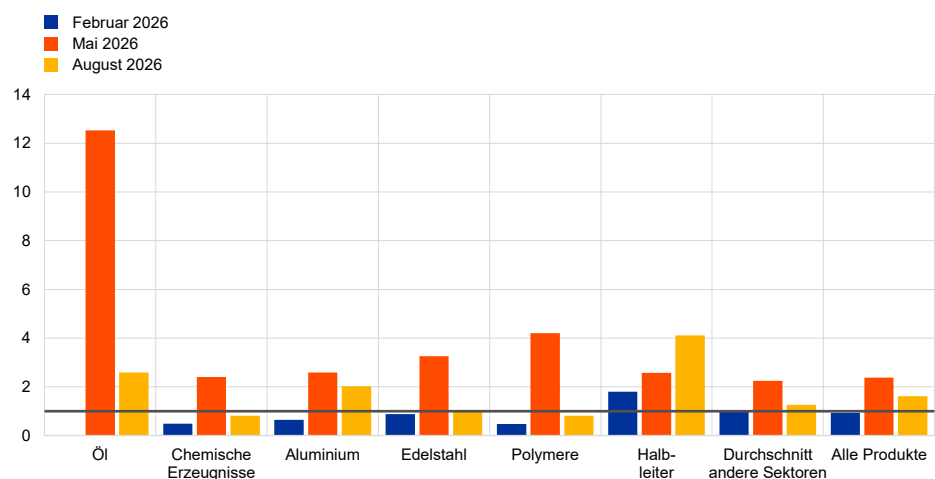
a) EMIs

(Diffusionsindizes)



b) Angebotsengpässe

(Z-Scores)



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

Anmerkung: In Grafik a stellt die horizontale Linie auf der Höhe von 50 Indexpunkten die Wachstumsschwelle dar. In Grafik b bezieht sich die Bezeichnung „Durchschnitt andere Sektoren“ auf die durchschnittlichen Angebotsengpässe in den Sektoren, die nicht einzeln aufgeführt sind. Ermittelt werden die Angebotsengpässe, indem die Anzahl der Einkaufsmanager herangezogen wird, die davon berichten, dass das Angebot für ein bestimmtes Produkt im Umfragemonat knapp war. Sie werden als Z-Scores angegeben. Ein Wert von 1,0 (gekennzeichnet durch die graue Linie) bedeutet, dass die Angebotsengpässe dem langfristigen Durchschnitt entsprechen. Werte von über (unter) 1,0 zeigen an, dass die Angebotsengpässe als höher (niedriger) als normal eingeschätzt werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2026.

Die Aussichten für das globale Wachstum wurden in den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom September 2026 leicht nach oben revidiert. Ausschlaggebend waren hier die höheren Investitionen im Bereich KI, die nachlassenden Angebotsengpässe und die robusteren privaten Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten. Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) dürfte sich von 3,7 % im Jahr 2025 auf 3,1 % im laufenden Jahr verringern und sich dann 2027 und 2028 allmählich wieder auf 3,3 % bzw. 3,4 % erhöhen. Im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2026 wurde das Wachstum in jedem Jahr des Projektionszeitraums (also 2026 bis 2028) um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Die Aufwärtsrevisionen spiegeln höhere Investitionen in die KI-Infrastruktur in den Ländern wider, die in die technologische Wertschöpfungskette eingebunden sind. Eine Rolle spielten zudem auch die Neubewertete Widerstandsfähigkeit der Konsumausgaben in den USA sowie ein Nachlassen des negativen Angebotschocks. Letzteres ergab sich daraus, dass sich die Angebotsengpässe seit Juni verringert haben. Gleichwohl bleibt das projizierte weltweite Wachstum über den Projektionszeitraum hinweg unter seinem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt.¹

Die erneuten Spannungen im Nahen Osten ließen die Öl- und die Gaspreise ansteigen. Die Verteuerung von Gas in Europa wurde überdies durch die niedrigen Füllstände der Gasspeicher verschärft. Die Ölpreise zogen im Berichtszeitraum vom 11. Juni bis zum 9. September 2026 um 18 % an. Damit lagen sie 54 % über ihrem Niveau vor Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten. Zu Beginn des Berichtszeitraums sanken die Ölnotierungen, nachdem die Vereinigten Staaten und der Iran eine gemeinsame Absichtserklärung unterzeichnet hatten. Danach stiegen sie aber wieder an, da mit der Vereinbarung keine dauerhafte Deeskalation des Konflikts erreicht werden konnte. In jüngster Zeit ließen neuerliche Angriffe der beiden Konfliktparteien Sorgen aufkommen, ob sich die Öllieferungen durch die Straße von Hormus tatsächlich normalisieren; dies führte zu zusätzlichem Aufwärtsdruck. Der Preisanstieg wurde zum Teil durch eine schwächere Nachfrage ausgeglichen. Grund hierfür war, dass die erhöhten Raffineriemargen, die durch die Spannungen im Nahen Osten und die ukrainischen Angriffe auf Raffinerien in Russland nach oben getrieben worden waren, den Ölverbrauch dämpften. Auch die europäischen Gaspreise verzeichneten mit einem Plus von 62 % einen sprunghaften Anstieg; sie liegen nun rund 150 % über ihrem Niveau vor Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten. Dabei wurde der durch den Konflikt verursachte Aufwärtsdruck durch die historisch niedrigen Füllstände der europäischen Gasspeicher noch verstärkt. Wenngleich die niedrigen Lagerbestände zum Teil der vorausgegangenen Zurückhaltung geschuldet sein könnten, die Gasspeicher zu hohen Preisen wieder aufzufüllen, lösen sie dennoch Bedenken aus, dass sich die Marktteilnehmer vor dem Winter womöglich dringlich Lieferungen sichern müssen. Nahrungsmittel verteuerten sich um 22 %. Verantwortlich hierfür war ein Anstieg der Kakaopreise, da die Einschätzungen zum Ausmaß der El-Niño-Episode in diesem Jahr wiederholt nach oben revidiert wurden. Dies verstärkte die Bedenken hinsichtlich des Kakaoangebots. Die Preissteigerungen wurden auch durch die Preise für Weizen

¹ Siehe hierzu auch EZB, Kasten 1, in: [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2026.

und Mais begünstigt, denn die jüngste Eskalation des russischen Krieges gegen die Ukraine bedroht die Getreideexporte aus der Region. Bedingt durch die Kupferpreise an der Londoner Börse kletterten die Metallnotierungen um 1 %. Die Entwicklung ist auf Befürchtungen zurückzuführen, dass die USA Zölle auf Kupfer erheben könnten. Dies veranlasste die Investoren dazu, Lieferungen vor Einführung der Zölle in die Vereinigten Staaten umzulenken, was zu höheren Preisen außerhalb der USA führte.

Aufgrund des nachlassenden Preisauftriebs bei Energie ging die Inflation weltweit im Juni und Juli 2026 zurück, nachdem sie sich in den Vormonaten spürbar beschleunigt hatte.

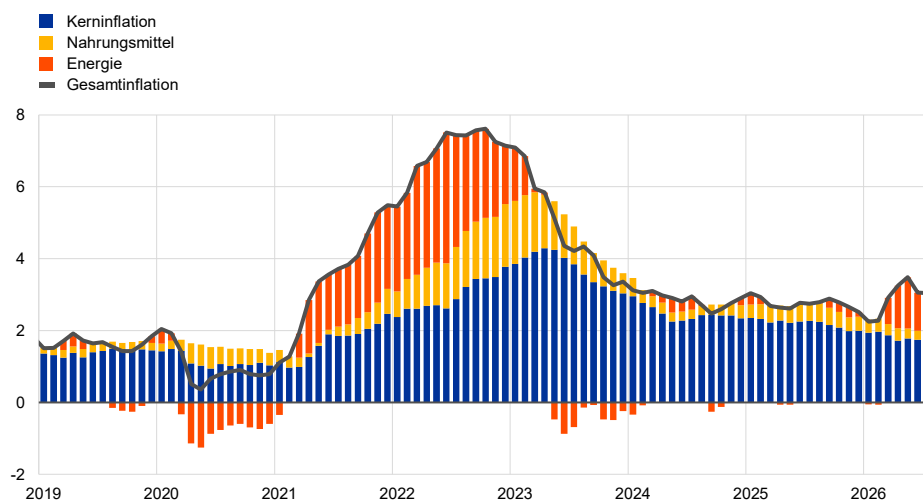
Die globale Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten (ohne die Türkei) sank im Juni auf 3,0 % und blieb im Juli stabil; im Mai hatte sie noch bei 3,5 % gelegen (siehe Abbildung 2). Der Beitrag der gestiegenen Energiekosten war zwar nach wie vor erhöht, doch ging der Preisauftrieb bei Energie von 16,0 % im Mai 2026 auf 11,9 % im Juli zurück. Maßgeblich hierfür war der sich abschwächende Druck auf die Lieferketten. Zugleich nahm der Preisdruck bei technologiebezogenen Waren zu. Dies galt insbesondere für Volkswirtschaften, die in die technologischen Wertschöpfungsketten mit KI-Bezug eingebunden sind. Allerdings konzentrieren sich diese Anfälligkeiten auf eine schmale Bandbreite an Produkten mit einem geringen Gewicht in den Warenkörben wie etwa Laptops und Smartphones. Laut den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 dürfte die weltweite Gesamtinflation von 3,1 % im Jahr 2025 auf 3,5 % im Jahr 2026 steigen und dann 2027 auf 3,0 % und 2028 auf 2,5 % sinken.² Die Aussichten haben sich gegenüber den Juni-Projektionen nicht verändert. Dies ist dadurch begründet, dass der abwärtsgerichtete Effekt der niedrigeren Preise für Rohöl und die nachlassenden Angebotsengpässe größtenteils durch die gestiegenen Gas- und Nahrungsmittelpreise, die Ausweitung der Raffineriemargen und einen stärkeren Preisdruck bei KI-bezogenen Waren ausgeglichen werden. Der ungelöste Konflikt im Nahen Osten, mögliche Zweitrundeneffekte und eine stärkere El-Niño-Episode führen indes dazu, dass die Risiken für die globale Inflation weiterhin aufwärtsgerichtet sind.

² Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB zur Entwicklung der VPI-Gesamtinflation weltweit berücksichtigen eine breiter gefasste Gruppe von Ländern als das OECD-Aggregat, das üblicherweise im Wirtschaftsbericht ausgewiesen wird. Zu dieser größeren Gruppe zählen auch wichtige Schwellenländer wie Brasilien, China, Indien und Russland.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beitrag in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

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

Das weltweite Importwachstum entwickelte sich im zweiten Quartal weiterhin dynamisch, was auf den KI-bezogenen Handel und temporäre Vorzieheffekte zurückzuführen war. Aus den vorliegenden Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass die weltweiten Einfuhren im zweiten Quartal 2026 um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal und damit sehr viel stärker gestiegen sind, als es die Fachleute des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2026 angenommen hatten. Bedingt ist diese überraschend positive Entwicklung durch den unerwartet starken Handel der asiatischen Technologieexporteure und die vorgezogenen Importe von Konsumgütern in die Vereinigten Staaten im Vorfeld der für Juli erwarteten Zollmaßnahmen. Hinzu kamen aus Vorsichtsgründen erfolgenden Käufe energieintensiver Waren aufgrund von Bedenken, dass es zu weiteren angebotsseitigen Störungen kommen könnte. Die vorübergehenden Vorzieheffekte werden vermutlich nachlassen, aber der globale KI-Investitionszyklus dürfte den Handel weiterhin stützen. Die Stärke der Einfuhren im Verhältnis zur Wirtschaftstätigkeit spiegelt die hohe Importintensität der Investitionen in Rechenzentren und die damit verbundene KI-Infrastruktur wider, wobei dieser Effekt durch seine Weitergabe entlang der international stark verzweigten globalen Wertschöpfungsketten im Technologiesektor verstärkt wird. Laut den Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 dürfte das weltweite Importwachstum im Jahr 2026 bei 4,7 % und im Jahr 2027 bei 4,5 % liegen, bevor es 2028 auf 3,5 % zurückgeht. Im Vergleich zu den Juni-Projektionen entspricht dies einer Aufwärtsrevision um 0,5 Prozentpunkte für 2026 und 0,9 Prozentpunkte für 2027. Ursächlich hierfür ist, dass die Ergebnisse für das zweite Quartal besser ausfielen und sich der Handel mit KI- und technologiebezogenen Waren als robuster erwies.

In den Vereinigten Staaten ist die Binnennachfrage nach wie vor widerstandsfähig und wird durch die Konsumausgaben und die KI-bezogenen Investitionen gestützt. Das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich im zweiten Quartal 2026 auf 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Dabei wurde die Konjunktur durch die Vorratsveränderungen und den Außenbeitrag belastet, während die inländische Endnachfrage robust blieb. Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich deutlich, und die Investitionen profitierten weiterhin vom Ausbau der KI. Allerdings stützte sich das Wachstum zunehmend auf wenige Bereiche. Schätzungen zufolge waren die technologiebezogenen Aktivitäten im zweiten Quartal für ein Drittel des BIP-Wachstums verantwortlich. Die Sparquote der privaten Haushalte sank im Juni auf 2,7 %, während Vermögenszuwächse vor allem von einkommensstärkeren privaten Haushalten mit umfangreichen Aktienbeständen verzeichnet wurden. Dadurch wurde der Konsum anfälliger gegenüber einer Korrektur an den Finanzmärkten. Die Konsumausgaben, die im zweiten Quartal kräftig ausfielen, dürften eine leichte Korrektur erfahren. So sind die Einzelhandelsumsätze im Juli zurückgegangen, da die temporär stützenden Faktoren und die Vorzieheffekte nachließen. Den Projektionen der EZB vom September 2026 zufolge dürfte das Wachstum des realen BIP im Zeitraum von 2026 bis 2028 jeweils bei 2,0 % liegen. Im Vergleich zu den Juni-Projektionen wurde das Wachstum nach dem schwächeren Ergebnis im zweiten Quartal für 2026 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Für 2027 wurde es aber um 0,2 Prozentpunkte und für 2028 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert, was auf den robusteren privaten Konsum und die dynamischeren Investitionen in die KI-Infrastruktur zurückzuführen ist.

Die Inflation liegt in den Vereinigten Staaten weiterhin über dem Zielwert, während von den Messgrößen des zugrunde liegenden Preisdrucks uneinheitliche Signale ausgehen. Die am VPI gemessene Gesamtinflation verringerte sich im Juli aufgrund der sinkenden Energiepreise auf 3,4 %. Bei einigen technologieintensiven Konsumgütern waren jedoch Anzeichen eines Preisdrucks erkennbar, wenngleich deren Gewicht im gesamten Warenkorb, der zur Berechnung der Inflation herangezogen wird, gering ist. Im Juni lag die Kernrate der am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessenen Teuerung weiterhin über 3 %, während sich der getrimmte Mittelwert der PCE-Inflation auf nahe 2 % belief. Dies verdeutlicht die Unterschiede zwischen den Messgrößen des zugrunde liegenden Preisdrucks. Die Divergenz könnte der Konzentration angebotsseitiger Schocks bei Energie, Zöllen und KI-bezogenen Waren zuzuschreiben sein und erschwert eine Einschätzung, inwieweit der Inflationsdruck nachlässt. Zugleich scheint der Arbeitsmarkt weitgehend ausgeglichen zu sein, wobei der Lohndruck nach wie vor niedrig ist. Der Arbeitskostenindex schwächte sich im zweiten Quartal ab, und das kräftige Produktivitätswachstum begrenzt den Druck auf die Lohnstückkosten. Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 zufolge dürfte die am VPI gemessene Gesamtinflation 2026 im Schnitt bei 3,4 % liegen. Im Jahr 2027 dürfte sie auf 2,9 % und 2028 auf 2,2 % zurückgehen. Die Projektion für 2026 wurde um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert, was vor allem auf höhere Inflationszahlen im zweiten Quartal und höhere Preise für KI-bezogene Importe zurückzuführen ist. Auf

seiner Juli-Sitzung beließ der Offenmarktausschuss der Federal Reserve den Zielkorridor für den Leitzins unverändert bei 3,50 % bis 3,75 %.

In China setzte sich die Eintrübung der Binnennachfrage trotz der anhaltenden Unterstützung durch die Exporte und die KI-bezogenen Investitionen auch im dritten Quartal fort. Das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich im zweiten Quartal 2026 auf 0,9 % gegenüber dem Vorquartal. Zurückzuführen war dies auf die schwache Nachfrage der privaten Haushalte und den bremsenden Effekt der höheren Energiepreise. Die Konjunkturindikatoren für Juli fielen niedriger aus als erwartet. So lagen die Werte für das jährliche Wachstum der Einzelhandelsumsätze, der Industrieproduktion und der Anlageinvestitionen alle deutlich unter den Konsensschätzungen. Der Abschwung am Wohnimmobilienmarkt wirkte sich weiterhin nachteilig auf das Vertrauen, die Konsumausgaben und die Investitionen aus, während die Verschlechterung der Einkommenssituation und der Arbeitsmarktlage die Belastungen für die privaten Haushalte verstärkte. Aus einer Haushaltsbefragung der People's Bank of China geht hervor, dass sich die Zuversicht in Bezug auf das künftige Einkommen und die aktuelle Beschäftigungslage kontinuierlich abschwächt, was mit einem rückläufigen Lohnwachstum im Einklang steht. Gestützt durch die KI-bedingte Nachfrage blieben die Exporte widerstandsfähig, doch auch die Importe stiegen kräftig an. Der Überschuss Chinas im Warenhandel mit der Europäischen Union (EU) erhöhte sich weiter, worin sich die geringe Bedeutung der KI-bedingten Importnachfrage Chinas für die EU widerspiegelt. Die Exportpreise lagen nicht mehr im deflationären Bereich, wobei im Mai 2026 rund zwei Drittel des gesamten Preisauftriebs bei den Exporten auf KI-bezogene Produkte entfielen. Laut den Projektionen der EZB vom September 2026 wird das Wachstum des realen BIP von 5,1 % im Jahr 2025 auf 4,5 % im Jahr 2026 und dann auf 4,3 % im Jahr 2027 und 4,0 % im Jahr 2028 sinken. Im Vergleich zu den Juni-Projektionen wurde das Wachstum für 2026 nach dem schwachen Ergebnis des zweiten Quartals um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert. Für 2027 wurde es jedoch aufgrund der höheren Investitionen in die KI-Infrastruktur um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert. Die VPI-Gesamtinflation dürfte den Projektionen zufolge verhalten bleiben und 2026 bei 1,2 %, 2027 bei 1,3 % und 2028 bei 1,5 % liegen. Ursächlich hierfür sind die anhaltende wirtschaftliche Unterauslastung und die schwache Nachfrage der privaten Haushalte.

Im Vereinigten Königreich erwies sich die Konjunktur im zweiten Quartal als unerwartet widerstandsfähig, während die höheren Energiekosten der privaten Haushalte die Inflation im Juli nach oben trieben. Das reale BIP stieg im zweiten Quartal 2026 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, wobei dieses Wachstum vor allem von den privaten Investitionen und den Konsumausgaben getragen wurde. Zudem deuteten die Umfrageindikatoren auf ein moderates Wachstum zu Beginn des dritten Quartals hin. Gemäß den Projektionen der EZB vom September 2026 wird das Wachstum des realen BIP sowohl 2026 als auch 2027 bei 1,2 % und 2028 bei 1,5 % liegen. Die Projektionen für 2026 und 2027 wurden um 0,2 Prozentpunkte bzw. 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Dies ist durch das bessere Ergebnis im zweiten Quartal und die nachlassenden Angebotsengpässe bedingt. Die am VPI gemessene Gesamtinflation erhöhte sich von 2,6 % im Juni auf 2,9 % im Juli, was

vor allem auf die Anhebung der regulierten Preisobergrenze für Energie zurückzuführen war, während die Kerninflation mit 2,6 % unverändert blieb. Belege für indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte sind nach wie vor kaum vorhanden, denn die Inflationserwartungen der privaten Haushalte gehen zurück, und das Lohnwachstum im privaten Sektor schwächt sich ab. Laut den Projektionen wird die Gesamtinflation im Jahr 2026 bei 3,0 %, 2027 bei 2,7 % und 2028 bei 2,0 % liegen. Die Bank of England beließ den Leitzins auf ihrer Juli-Sitzung unverändert bei 3,75 %.

Das Wachstum im Euroraum stieg im zweiten Quartal 2026 auf 0,6 % gegenüber dem Vorquartal und übertraf damit die Erwartungen. Gestützt wurde es durch die Binnennachfrage und die Exporte sowie durch eine kräftige Erholung des irischen BIP. Selbst ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland lag das Wirtschaftswachstum trotz des Konflikts im Nahen Osten auf Quartalsbasis immer noch robust bei 0,3 %. Obwohl das geopolitische Umfeld nach wie vor schwierig ist, deuten die jüngsten Informationen auf ein anhaltendes Wachstum im dritten Quartal hin. Dem verarbeitenden Gewerbe dürften weiterhin die Ausgaben für Verteidigung und digitale Technologien zugutekommen. Zudem sollte es vom Lageraufbau der Unternehmen profitieren, die sich damit gegenüber Lieferkettenrisiken absichern möchten. Die Aktivität im Dienstleistungssektor dürfte sich indessen nach einer spürbaren Abschwächung infolge des durch den Nahostkonflikt ausgelösten Energieschocks weiter erholen. Dabei dürfte sie unter anderem von einer starken Nachfrage im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI) getragen werden. Zugleich scheinen die Unternehmen bei ihren Personalentscheidungen Vorsicht walten zu lassen. Sie stellen weniger Personal ein, entlassen aber auch zunehmend weniger Beschäftigte, sodass die Arbeitslosenquote unverändert bleibt. Mittelfristig dürfte die Wachstumsdynamik durch eine Belebung der privaten Konsumausgaben, Investitionen in neue digitale Technologien und KI-bezogene Aktivitäten, Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie eine gewisse Erholung der Exporte Auftrieb erhalten.

Dieser Ausblick deckt sich mit den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2026. Demnach wird die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP 2026 bei 0,9 %, 2027 bei 1,4 % und 2028 bei 1,5 % liegen. Verglichen mit den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2026 wurde das BIP-Wachstum für 2026 leicht nach oben revidiert. Dies ist auf überraschend gute Datenmeldungen und positive Umfrageindikatoren zurückzuführen, die zeigen, dass die Wirtschaft widerstandsfähiger als erwartet ist. Die überraschend positive Entwicklung im Jahr 2026 bewirkt einen statistischen Überhang für 2027 und zieht somit eine Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums nach sich. Für 2028 erfolgt indes keine Anpassung. Die wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum sind angesichts des noch immer andauernden Konflikts im Nahen Osten und der anhaltenden Volatilität der Energiepreise weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet. Zur Berücksichtigung dieser Unsicherheit wurden die Basisprojektionen um die bereits in den Juni-Projektionen enthaltenen – nun aktualisierten – Alternativszenarios ergänzt: ein milderer, ein adverses und ein schwerwiegendes Szenario.³

Die Wirtschaft des Euroraums erwies sich im zweiten Quartal 2026 als widerstandsfähig, wobei das Wachstum über Sektoren und Länder hinweg breit angelegt war. Den jüngsten Schätzungen von Eurostat zufolge stieg das reale BIP des Euroraums im zweiten Quartal 2026 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem es im ersten Quartal des Jahres ein Nullwachstum aufgewiesen hatte. Bei

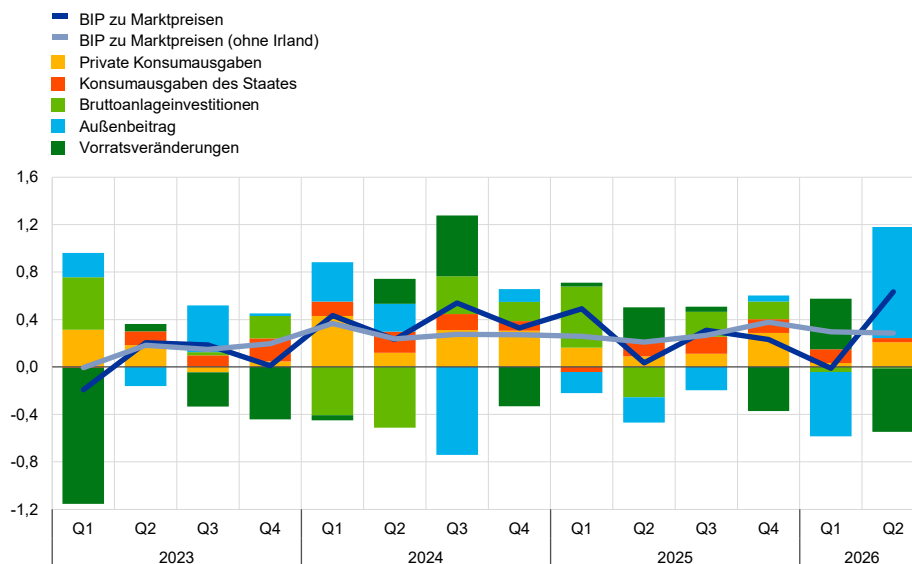
³ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2026.

Herausrechnung der volatilen Daten aus Irland lag das Wachstum des realen BIP wie im ersten Quartal bei 0,3 %. Die Komponenten der Binnennachfrage entwickelten sich im zweiten Quartal unterschiedlich (siehe Abbildung 3). So verzeichneten die privaten und die staatlichen Konsumausgaben erneut ein positives Wachstum, während die Investitionen weiter leicht zurückgingen. Die Vorratsveränderungen trugen unterdessen negativ zum BIP-Wachstum bei. Der Außenbeitrag fiel zwar gemessen an den Gesamtzahlen überaus positiv aus, doch bei Herausrechnung der volatilen irischen Handelsströme ergab sich ein geringerer Wert. Die Produktion wurde im zweiten Quartal sowohl von der Industrie als auch vom Dienstleistungssektor getragen. Dabei erhielt der Dienstleistungssektor erneut Auftrieb durch die Informations- und Kommunikationsdienstleistungen. Die Dynamik im Baugewerbe verstärkte sich gegenüber dem ersten Quartal, was zu einer Wachstumsbelebung führte. Die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe fiel in den Euro-Ländern überwiegend positiv aus. Sie war jedoch in einigen Ländern stark von Volatilität betroffen, insbesondere von einem Anstieg um 22 % in Irland. Zwar ist der Sektor noch immer Belastungsfaktoren ausgesetzt, die von höheren Zöllen und geopolitischer Unsicherheit herrühren, doch wird er auch durch die steigende Produktion im Zusammenhang mit der Verteidigungsindustrie gestützt. Trotz deutlicher Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern verbuchten die meisten Mitgliedstaaten im zweiten Quartal 2026 ein positives BIP-Wachstum.

Abbildung 3

Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



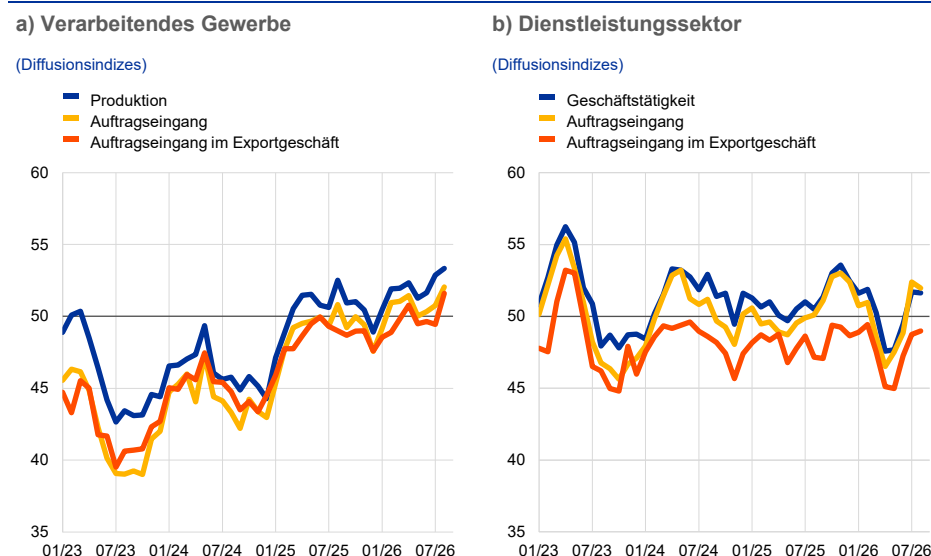
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Wenngleich das geopolitische Umfeld nach wie vor schwierig ist, deuten die jüngsten Informationen darauf hin, dass die Wirtschaftstätigkeit auch im dritten Quartal 2026 wachsen wird. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums stieg im Juli und August auf durchschnittlich 52,0 Punkte. Damit verbesserte sich der

Index deutlich gegenüber dem zweiten Quartal, in dem er mit 49,1 Punkten noch eine Kontraktion signalisiert hatte. Diese Verbesserung war über alle Sektoren hinweg zu beobachten, was auf eine anhaltende Widerstandsfähigkeit des Euroraums hindeutet. Während sich der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in besagtem Zeitraum von 51,8 Punkten auf 53,1 Punkte erhöhte, stieg der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor wieder von 48,2 Punkten auf 51,7 Punkte an (siehe Abbildung 4). Dies lässt darauf schließen, dass sich das verarbeitende Gewerbe auch weiterhin gut behaupten dürfte – gestützt durch die Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben sowie durch den Lageraufbau von Unternehmen zur Absicherung gegen Lieferkettenrisiken.⁴ Derweil dürfte sich die Aktivität im Dienstleistungssektor nach der spürbaren Abschwächung infolge des Energieschocks weiter erholen. Zukunftsgerichtete Umfrageergebnisse für den Auftragseingang deuten auf eine stärkere Verbesserung im Dienstleistungssektor als in der Industrie hin. Darüber hinaus werden die Lieferzeiten der Zulieferer zwar als länger als normal eingeschätzt, doch im Juli und August verkürzten sie sich im Vergleich zum zweiten Quartal. Die Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission ergeben ein ähnliches Bild und deuten auf eine sektorübergreifende Belebung im dritten Quartal hin.

Abbildung 4
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



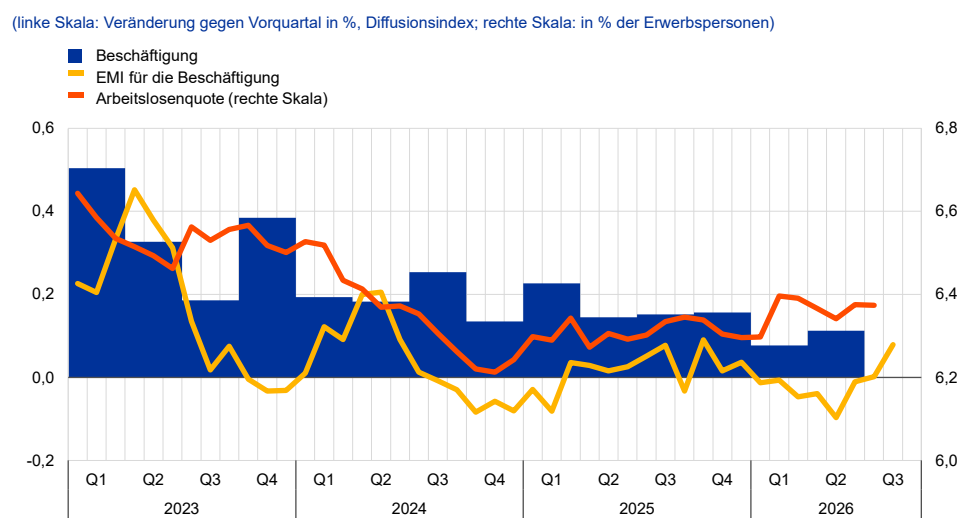
Quelle: S&P Global Market Intelligence.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2026.

Der Arbeitsmarkt kühlt sich weiter ab, allerdings langsamer als in den letzten Monaten. Die Unternehmen reduzierten ihre Neueinstellungen weiter. Dadurch verringerte sich das Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal leicht auf 0,50 % nach 0,53 % im ersten Quartal und durchschnittlich 0,7 % im Gesamtjahr 2025. Zugleich scheint die Anpassung des Personalbestands schrittweise und ohne einen nennenswerten Anstieg von Entlassungen zu erfolgen. Dadurch fiel die Arbeitslosenquote im Juli mit 6,4 % unverändert gegenüber Juni aus. Seit Mitte 2024

⁴ Siehe Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

ist die Arbeitslosenquote weitgehend stabil (siehe Abbildung 5). Ferner verlangsamte sich das Wachstum der Erwerbsbevölkerung im zweiten Quartal gegenüber dem ersten Quartal. Dies war unter anderem auf einen Rückgang der Zuwanderung zurückzuführen, die im Zeitraum von 2022 bis 2024 noch stark zu diesem Wachstum beigetragen hatte (siehe Kasten 3). Im Zuge der Abschwächung des Beschäftigungsanstiegs und der Belebung des BIP-Wachstums stieg der jährliche Produktivitätszuwachs im zweiten Quartal leicht auf 0,7 % an, nachdem im ersten Quartal ein Nullwachstum verzeichnet worden war. Ohne die Auswirkungen der volatilen BIP-Daten aus Irland erhöhte sich die Produktivität im zweiten Quartal ebenfalls um 0,7 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum und wies zudem in den vergangenen Quartalen eine anhaltende und zunehmende Erholung auf.

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



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 zweite Quartal 2026 (Beschäftigung), August 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Juli 2026 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarkindikatoren deuten darauf hin, dass der sich abschwächende Arbeitsmarkt womöglich erste Anzeichen einer Talsohle aufweist. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor erhöhte sich im August den dritten Monat in Folge. Die Teilindizes für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe stiegen an. Sie weisen auf ein nach wie vor gedämpftes, aber sich leicht aufhellendes Beschäftigungsklima hin. Im Gegensatz dazu war der Teilindex für das Baugewerbe rückläufig. Die Zahl der online bei Indeed ausgeschriebenen Stellen ging indes im August erneut zurück, wenngleich der Rückgang geringer ausfiel als in den Monaten zuvor. Weiche Informationen aus Earnings Calls deuten darauf hin, dass Unternehmen Neueinstellungen und Entlassungen seltener thematisieren. Darüber hinaus haben sich die Befürchtungen, dass der Konflikt im Nahen Osten den Arbeitsmarkt erheblich beeinträchtigen könnte, bislang nicht bewahrheitet. So berichteten Unternehmen im Rahmen der Umfrage über den Zugang von

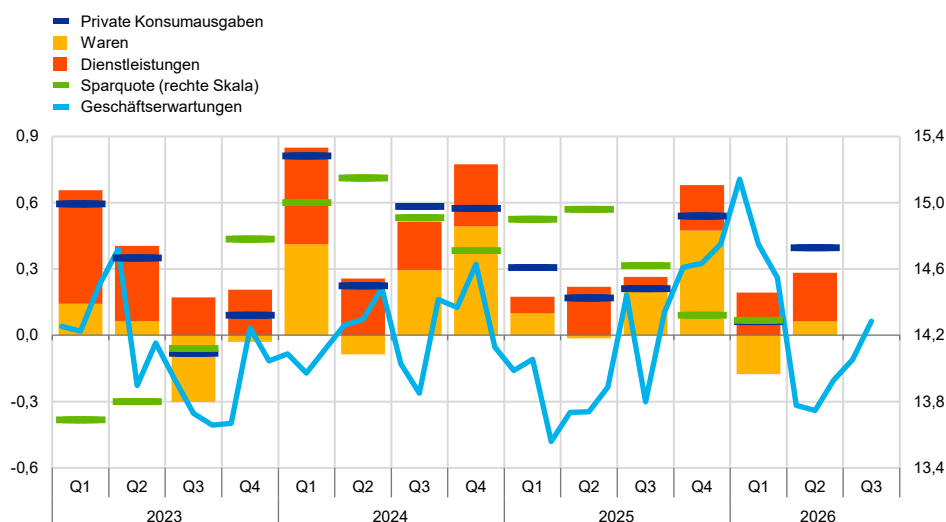
Unternehmen zu Finanzmitteln, dass sich der Konflikt nur geringfügig auf ihre Beschäftigungserwartungen ausgewirkt habe (siehe Kasten 2).

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben beschleunigte sich im zweiten Quartal 2026, dürfte sich jedoch auf kurze Sicht abschwächen. Im zweiten Quartal 2026 erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im ersten Quartal ein Nullwachstum verzeichnet worden war (siehe Abbildung 6). Gestützt wurden die Konsumausgaben sowohl von Dienstleistungen, wo sich die Reiseverkehrsströme günstig entwickelten, als auch von Waren, auch wenn sich die Ausgaben für Verbrauchsgüter verringerten. Die Sparquote lag im ersten Quartal stabil bei 14,3 %. Hochfrequente Indikatoren signalisieren für das dritte Quartal eine Wachstumsabschwächung der Konsumausgaben der privaten Haushalte, da die wirtschaftlichen Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten allmählich zum Tragen kommen (siehe Kasten 4). Die Einzelhandelsumsätze sanken im Juli um 0,6 % gegenüber dem Vormonat und lagen damit 0,4 % unter ihrem Durchschnitt vom zweiten Quartal. Dies war vor allem auf einen Rückgang im Onlinehandel sowie bei elektronischen Geräten und Kraftstoffen zurückzuführen. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Juli und August im Durchschnitt wieder an. Hauptursache waren die Erwartungen privater Haushalte in Bezug auf die allgemeinen Konjunkturaussichten. Dieser Anstieg trägt dazu bei, dass sich die Dienstleistungen vom ursprünglichen Energieschock erholen. Laut den Branchenumfragen der Europäischen Kommission in den einzelnen Sektoren verbesserten sich auch die Geschäftserwartungen im Juli und August. Ausschlaggebend hierfür waren der Einzelhandel, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie, Reiseverkehr und Nahrungsmittel, wobei die Entwicklung zum Teil durch die Energieerzeugung kompensiert wurde. Diese Signale wurden von der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen untermauert. Deren Ergebnisse deuteten darauf hin, dass sich das Verbrauchervertrauen und die Konsumausgaben im Juli teilweise erholten, und zwar insbesondere im Bereich der diskretionären Ausgaben, die nicht der Deckung des täglichen Bedarfs dienen (z. B. Reisedienstleistungen). Mit Blick auf die Zukunft dürften die erhöhten Energiepreise und die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Konflikt im Nahen Osten die Konsumausgaben belasten. Laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und der Umfrage zum Kreditgeschäft des Euroraums könnten die restriktiven Kreditangebotsbedingungen trotz Lockerungen die Konsumdynamik der privaten Haushalte weiter bremsen. Diese negativen Effekte könnten jedoch durch eine widerstandsfähige Einkommens- und Vermögensdynamik abgefedert werden. Einkommen und Vermögen haben die privaten Konsumausgaben seit Ende 2022 vor dem Hintergrund einer historisch niedrigen Verschuldung und einem historisch niedrigen Verschuldungsgrad der privaten Haushalte gestützt.

Abbildung 6

Private Konsumausgaben, Geschäftserwartungen und Sparquote der privaten Haushalte

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



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. Die Datenreihen sind für den gesamten Beobachtungszeitraum ab Januar 1999 standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2026 (Sparquote), das zweite Quartal 2026 (private Konsumausgaben, Waren und Dienstleistungen) bzw. August 2026 (Geschäftserwartungen).

Die Unternehmensinvestitionen gingen im zweiten Quartal 2026 etwas zurück, dürften aber in der zweiten Jahreshälfte 2026 wieder anziehen. Gestützt werden sie hierbei durch die anhaltenden Ausgaben für Digitalisierung und den Ausbau der Verteidigung. Vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit und erhöhter Energiekosten verringerten sich die Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der volatilen Daten zu den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland) im zweiten Quartal 2026 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 7, Grafik a). Während immaterielle Investitionen einen positiven Beitrag zu den Unternehmensinvestitionen leisteten, hatten Ausrüstungen eine dämpfende Wirkung. Sowohl Sachanlagen als auch immaterielle Vermögenswerte haben im dritten Quartal 2026 bislang an Dynamik gewonnen. Dies zeigt sich am wachsenden Vertrauen in Investitionsgüter und digitale Dienstleistungen. Die Investitionen in der zweiten Jahreshälfte 2026 und darüber hinaus dürften weiterhin durch KI-Technologien und Digitalisierung Auftrieb erhalten. Die Sachinvestitionen werden durch die Nachfrage nach KI-bezogener Hardware, Robotisierung und Gütern im Verteidigungssektor angekurbelt, und zwar insbesondere in den Ländern, die Halbleiter herstellen. Laut einer Umfrage der Europäischen Kommission im Investitionsgütersektor ist die Nachfrage inzwischen ein geringerer produktionshemmender Faktor als Räumlichkeiten und Ausrüstung. Die Digitalisierung begünstigt nach wie vor immaterielle Investitionen. Die Ausweitung von Cloud-Computing und die Einführung von KI führen dazu, dass Rechenzentren mittlerweile zunehmend in südeuropäischen Ländern errichtet werden, weil diese über erneuerbare Energien, Grund und Boden verfügen und Zugang zu Mitteln aus

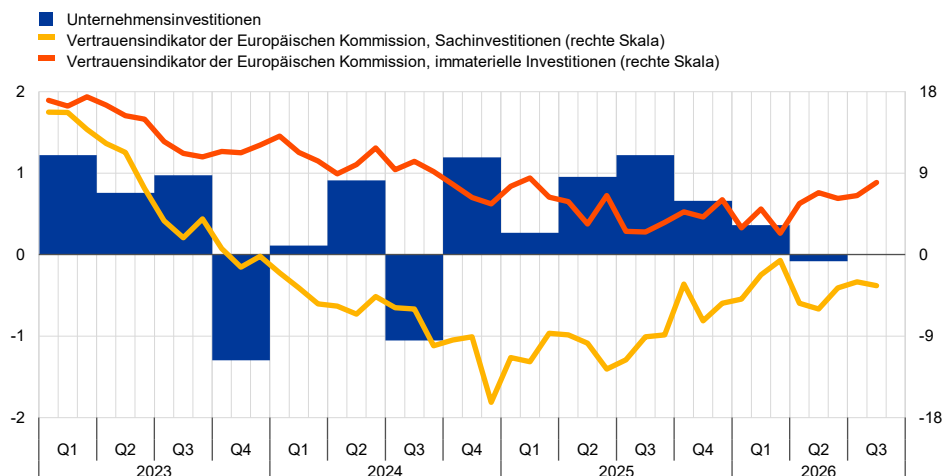
dem Programm „Next Generation EU“ haben. Gleichwohl stellen der Fachkräftemangel und Bedenken hinsichtlich der Verfügbarkeit von Energie, komplexe Genehmigungsverfahren und die Umsetzung neuer EU-Rechtsvorschriften Herausforderungen für die Digitalisierung dar. Mit Blick auf die Zukunft dürfte das Investitionswachstum von einer steigenden Nachfrage, einem wachsenden Bruttobetriebsüberschuss und einem zunehmenden Vertrauen getragen werden, während höhere Zinsen und die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Nahen Osten weiterhin eine Belastung darstellen (siehe Kasten 2).

Abbildung 7

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

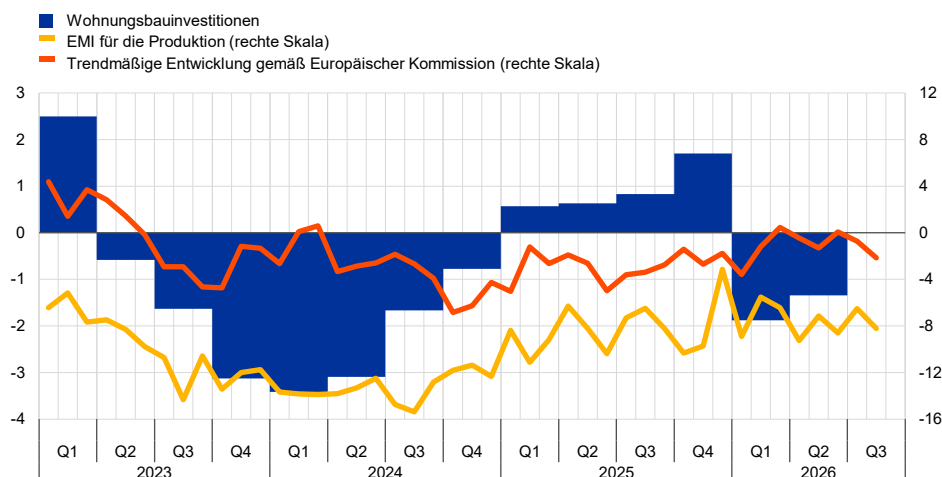
a) Unternehmensinvestitionen

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



b) Wohnungsbauinvestitionen

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



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

Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung 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 Teilssektoren, die Investitionen im Zusammenhang mit geistigem Eigentum bereitstellen (d. h. Verlagswesen (NACE J58), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie (NACE J62) und Informationsdienstleistungen (NACE J63)). In Grafik b) stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten als gewichteten Durchschnitt dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie, die den EMI für die Produktion abbildet, stellt den Wohnungsbau dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026 (Investitionen) bzw. August 2026 (EMI für die Produktion und Indikatoren der Europäischen Kommission).

Die Wohnungsbauinvestitionen gingen im zweiten Quartal 2026 weiter zurück, dürften aber auf kurze Sicht wieder ein positives Wachstum aufweisen. Im

zweiten Quartal verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 1,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im ersten Quartal um 1,9 % gesunken waren (siehe Abbildung 7, Grafik b). Dieser Rückgang war in den größten Ländern des Euroraums relativ breit angelegt. Besonders ausgeprägt war er jedoch in Italien, wo ein Teil der Schwäche möglicherweise auf zeitliche Effekte im Zusammenhang

mit dem Auslaufen finanzieller Anreize für Sanierungen zurückzuführen sein könnte. Die Produktion im Hochbau und die spezialisierten Bautätigkeiten fielen im zweiten Quartal durchschnittlich 0,8 % höher aus als im Vorquartal. Von den umfragebasierten Konjunkturindikatoren gehen für das dritte Quartal uneinheitliche Signale aus: Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau lag im Juli und August im Schnitt über seinem Niveau vom zweiten Quartal, während der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten unter den Stand vom zweiten Quartal fiel. Gleichzeitig erreichten die wetterbedingten Einschränkungen ein Rekordniveau. Die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude stieg unterdessen weiter an. Im Mai belief sich die Wachstumsrate auf 1,2 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Laut der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission erholten sich die Renovierungs- und Modernisierungsabsichten der privaten Haushalte im dritten Quartal, während ihre Bau- bzw. Kaufabsichten weitgehend stabil blieben. Die EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli deutet jedoch auf eine gewisse Abschwächung der Kreditnachfrage hin. Die Banken meldeten eine geringere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im zweiten Quartal und rechnen mit einer weiteren Abnahme im dritten Quartal. Insgesamt dürften die Wohnungsbauinvestitionen auf kurze Sicht wieder ein positives Wachstum aufweisen, wenngleich die Erholung weiterhin nur allmählich vonstattengehen dürfte.

Der jüngste Wiederanstieg der Warenexporte des Euroraums lässt noch nicht auf eine breit angelegte Verstärkung der Exportdynamik schließen. Nach einem schwachen ersten Quartal stieg das Volumen der Warenausfuhr in Länder außerhalb des Euroraums im Dreimonatszeitraum bis Juni um 2,1 %. Laut den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal erhöhten sich die Gesamtausfuhren um 3,4 % gegenüber dem Vorquartal. Dieses Ergebnis ist allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da es von volatilen irischen Exporten beeinflusst wurde, die mit der Aktivität multinationaler Unternehmen zusammenhängen und nur in begrenztem Umfang mit der zugrunde liegenden Handelsdynamik im Euroraum verbunden sind. Auch die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten stiegen im Juni leicht an, wobei sich der Anstieg auf Waren konzentrierte, die nicht direkt von den Zöllen betroffen waren. Hierzu zählten auch einige KI-bezogene Produkte wie Rechenzentrumstechnik, Speicher, Speichermedien und Netzwerkausrüstung. Die zu verzollenden Ausfuhren gaben indessen weiter nach. Dies deutet darauf hin, dass die im vergangenen Jahr eingeführten höheren US-Handelshemmnisse die betroffenen Kategorien weiterhin belasten könnten. Die Umfrageindikatoren blieben verhalten. So stieg der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft erst nach viereinhalb Jahren wieder knapp über die Wachstumsschwelle, und das obwohl der technologiebezogene Auftragseingang im Exportgeschäft – gestützt durch den weltweiten KI-Ausbau – kontinuierlich recht stark ausfiel. Der Konflikt im Nahen Osten scheint zu weniger Beeinträchtigungen geführt zu haben als erwartet. Die Angebotsengpässe sind nach wie vor begrenzt und gehen zurück, die gestiegenen Kosten und die höhere Unsicherheit belasten die Aussichten aber weiterhin. Insgesamt betrachtet dürften die Exporte des Euroraums den Projektionen zufolge in der kürzeren Frist langsamer zunehmen als die entsprechende Auslandsnachfrage, was einen weiteren Rückgang

der Exportmarktanteile impliziert. Darin spiegelt sich teilweise die zuletzt starke globale Nachfrage nach KI-bezogenen Waren wider, insbesondere nach zentralen Komponenten für Rechenzentren wie Rechen-, Speicher- und Netzwerkhardware, bei denen der Euroraum weniger spezialisiert ist als einige Wettbewerber. Im weiteren Projektionszeitraum dürften die Marktanteile aufgrund von allgemeineren Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit weiterhin unter Druck stehen. Bei den Einfuhren zeigen die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im zweiten Quartal einen Anstieg um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal. Dies impliziert einen positiven Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum des Euroraums in Höhe von 0,9 Prozentpunkten.

In den Projektionen wird im Basisszenario davon ausgegangen, dass die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 0,9 %, 2027 bei 1,4 % und 2028 bei 1,5 % liegen wird. Gegenüber den Projektionen vom Juni 2026 wurde das BIP-Wachstum für 2026 aufgrund von überraschend guten Datenmeldungen und positiven Umfrageindikatoren leicht nach oben revidiert, wodurch sich für 2027 ein statistischer Überhang ergibt. Die kurzfristigen Wachstumsaussichten haben sich gegenüber den vorherigen Projektionen verbessert. Darin spiegelt sich vor allem die Widerstandsfähigkeit der privaten Konsumausgaben und der öffentlichen Ausgaben wider. Mittelfristig dürften die allmählich sinkenden Energiepreise und ein starker Arbeitsmarkt die Einkommen der privaten Haushalte und damit auch den Konsum stützen. Das Wachstum wird zunehmend von den Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen getragen werden. Das Exportwachstum dürfte von einer steigenden Auslandsnachfrage profitieren. Es wird jedoch durch Herausforderungen in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit sowie die Unsicherheit hinsichtlich der globalen Handelspolitik gebremst. Die wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum sind angesichts des noch immer andauernden Konflikts im Nahen Osten und der anhaltenden Volatilität der Energiepreise weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet. Zur Berücksichtigung dieser Unsicherheit werden die Basisprojektionen um die drei bereits in den Juni-Projektionen enthaltenen – nun aktualisierten – Alternativszenarios ergänzt: ein milderer, ein adverser und ein schwerwiegendes Szenario (siehe [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#) vom September 2026)

Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich von 2,9 % im Juli auf 3,3 % im August 2026. Grund für diese Entwicklung war ein sprunghafter Anstieg der Energiepreise aufgrund des Konflikts im Nahen Osten, während die Teuerung bei Nahrungsmitteln unverändert blieb.⁵ Der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) sank leicht von 2,5 % im Juli auf 2,4 % im August, da die Zunahme des Preisauftriebs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie durch einen Rückgang des Preisauftriebs bei Dienstleistungen mehr als kompensiert wurde. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind in den letzten Monaten weitgehend stabil geblieben. Die Löhne haben bisher keine wesentliche Reaktion auf den Energieschock gezeigt. Im zweiten Quartal 2026 schwächte sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 3,3 % ab, nachdem sie im Vorquartal 3,5 % betragen hatte.

Laut den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2026 dürfte die Gesamtinflation 2026 im Schnitt bei 3,0 % liegen und dann 2027 auf 2,5 % und 2028 auf 2,1 % sinken.⁶ Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 ist die Projektion für die Gesamtinflation für 2026 unverändert, während sie für 2027 und 2028 nach oben revidiert wurde. Der Ausblick ist nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet, wobei die Risiken für die Inflation aufwärtsgerichtet sind. Zur Veranschaulichung dieser Unsicherheit werden die Basisprojektionen um die drei bereits in den Projektionen vom Juni 2026 enthaltenen – nun aktualisierten – alternativen Szenarios ergänzt. Diese Szenarios unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Annahmen über das Ausmaß und die Dauer des Konflikts im Nahen Osten und des Energiepreisschocks, der Auswirkungen des Schocks auf das internationale Umfeld und die Unsicherheit sowie hinsichtlich der Stärke, mit der sich indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte in der Inflation niederschlagen.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge stieg die HVPI-Gesamtinflation im Euroraum von 2,9 % im Juli auf 3,3 % im August 2026 (siehe Abbildung 8).

Ausschlaggebend hierfür waren ein sprunghafter Anstieg des Preisauftriebs bei Energie sowie eine stabile Teuerung bei Nahrungsmitteln und eine leicht rückläufige Teuerung nach dem HVPIX. Die Jahresänderungsrate der Energiepreise erhöhte sich drastisch von 10,3 % im Juli auf 14,3 % im August, was auf eine Zunahme der Energiepreise um 2,9 % gegenüber dem Vormonat und einen deutlich positiven Basiseffekt zurückzuführen war.⁷ Die Teuerung bei Nahrungsmitteln lag im August wie schon im Vormonat bei 1,2 %. Innerhalb der Komponente Nahrungsmittel ging die Preissteigerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln von 0,7 % im Juli auf 0,6 % im August leicht zurück, während sich die Änderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im selben Zeitraum von 2,4 % auf 2,7 % erhöhte. Die monatlichen

⁵ Stichtag für die in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 9. September 2026. Der vollständigen Datenveröffentlichung von Eurostat zur HVPI-Inflation vom 17. September 2026 zufolge lag die jährliche Inflation im Euroraum im August 2026 bei 3,2 %.

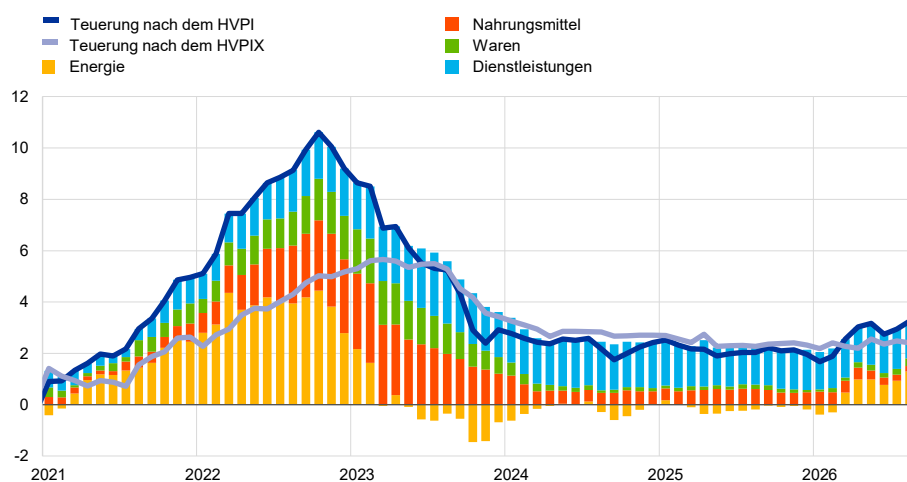
⁶ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2026.

⁷ Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Veränderungen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel fielen im August stärker aus als üblich, was auf einen gewissen Aufwärtsdruck aufgrund des heißen und trockenen Sommerwetters in Europa zurückzuführen sein könnte. Die HVPIX-Inflation gab leicht von 2,5 % im Juli auf 2,4 % im August nach. Grund hierfür war der Rückgang der Teuerung bei Dienstleistungen von 3,3 % auf 3,0 %, der den Anstieg der Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie von 0,9 % auf 1,2 % mehr als kompensierte.

Abbildung 8
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

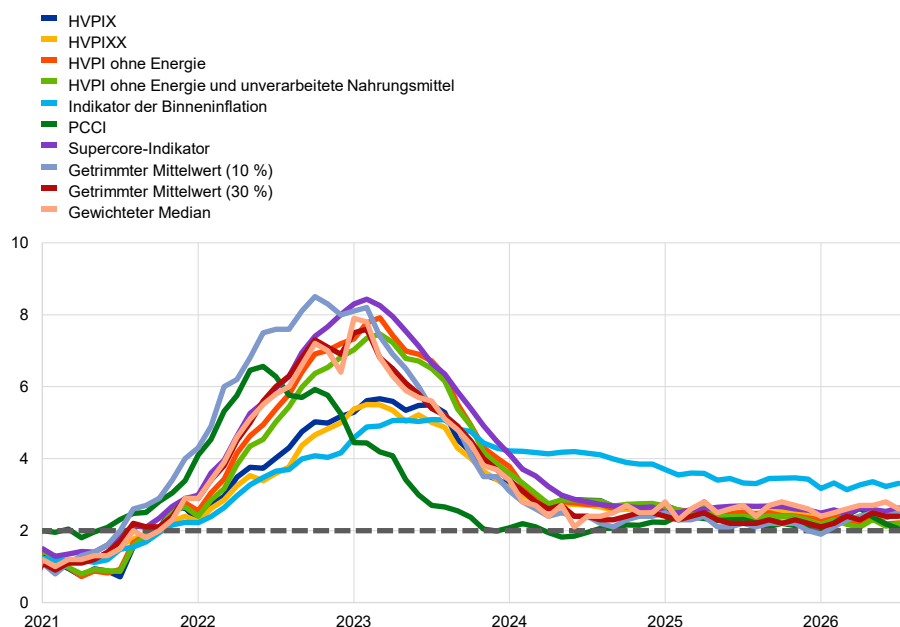
Anmerkung: „Waren“ umfasst Industrieerzeugnisse ohne Energie. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2026 (Schnellschätzung).

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation waren in den letzten Monaten weitgehend stabil (siehe Abbildung 9) und lagen im Juli 2026 zwischen 2,1 % und 2,6 %. Nach einem leichten Anstieg im Juli gaben die für August verfügbaren ausschlussbasierten Inflationsmessgrößen geringfügig nach. Was die modellbasierten Indikatoren anbelangt, so sank die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 2,2 % im Juni leicht auf 2,1 % im Juli, während die PCCI ohne Energie mit 2,1 % unverändert blieb. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreagible HVPI-Positionen enthält, erhöhte sich im selben Zeitraum geringfügig von 2,5 % auf 2,6 %. Ebenfalls im selben Zeitraum stieg der Indikator der Binneninflation, der Positionen mit geringem Importgehalt (vor allem Dienstleistungen) umfasst, leicht von 3,2 % auf 3,3 %.

Abbildung 9

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

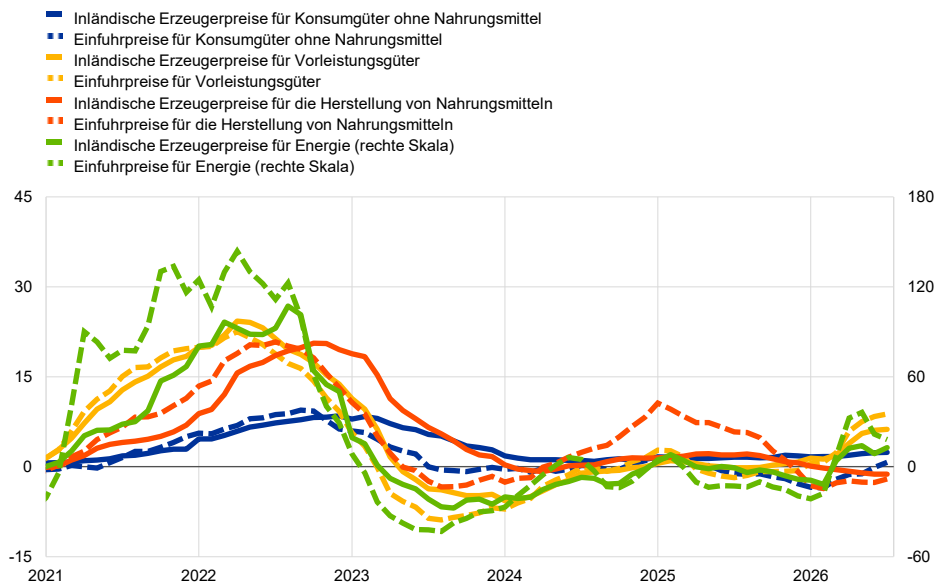
Die Indikatoren, die den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette anzeigen, legten im Juli 2026 auf den meisten Stufen zu (siehe Abbildung 10).

Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette erhöhte sich die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie von 8,8 % im Juni auf 12,9 % im Juli 2026. Die Wachstumsrate der Preise für Energieimporte sank dagegen im selben Zeitraum von 21,8 % auf 18,2 %. Gleichwohl blieben beide Indikatoren erhöht, was auf einen anhaltend starken energiebezogenen Preisdruck hindeutet. Auch bei Vorleistungsgütern blieb der Preisdruck weiterhin hoch. Bedingt war dies durch den starken Anstieg der Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise und jener der Einfuhrpreise, die im Juli sprunghaft auf 6,3 % bzw. 8,8 % zunahmen. Im selben Monat signalisierten die Indikatoren des Preisdrucks auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette im Bereich der Konsumgüter ohne Nahrungsmittel einen stärkeren Inflationsdruck, denn die Wachstumsraten sowohl der Einfuhrpreise als auch der inländischen Erzeugerpreise erhöhten sich auf 0,7 % bzw. 2,4 %. Nach einem erhöhten Preisdruck im Jahr 2025 war die Preisdynamik auf den vorgelagerten Stufen bei Nahrungsmitteln nach wie vor schwach und verharrte deutlich im negativen Bereich. Bei verarbeiteten Nahrungsmitteln blieb die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise im Juli unverändert bei -1,2 %, womit sie den seit September 2025 anhaltenden allmählichen Abwärtstrend unterbrach; jene der Einfuhrpreise erhöhte sich dagegen leicht von -2,6 % im Juni auf -2,0 % im Juli. Aufgrund des andauernden Konflikts im Nahen Osten werden die Entwicklungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie der allgemeine Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen genau beobachtet.

Abbildung 10

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2026.

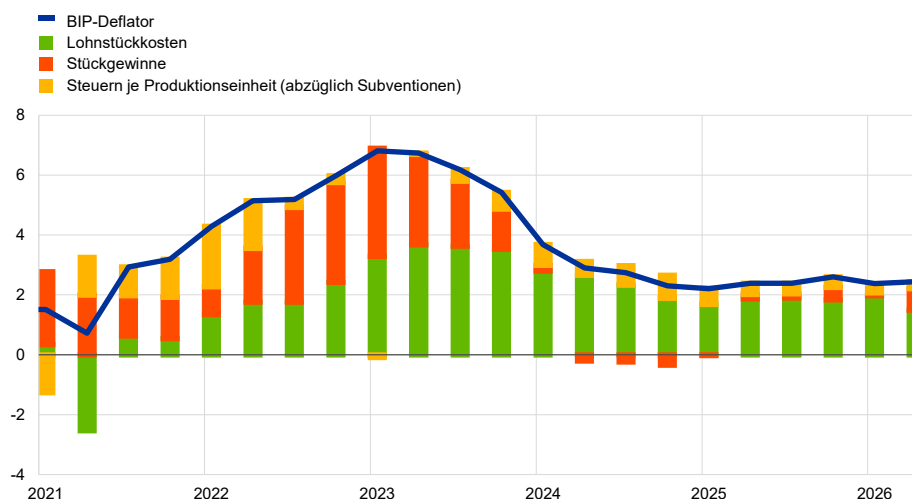
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck blieb im zweiten Quartal 2026 mit 2,4 % unverändert (siehe Abbildung 11). Darin spiegelt sich ein Rückgang der Beiträge der Lohnstückkosten (von 2,0 % auf 1,5 %) und der Steuern je Produktionseinheit (von 0,3 % auf 0,2 %) wider, der durch einen Anstieg der Beiträge der Stückgewinne (von 0,1 % auf 0,7 %) ausgeglichen wurde. Der Rückgang der jährlichen Wachstumsrate der Lohnstückkosten (von 3,5 % auf 2,6 %) war auf einen Anstieg des Wachstums der Arbeitsproduktivität (von 0,0 % auf 0,7 %) zurückzuführen, der durch einen Rückgang der Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (von 3,5 % auf 3,3 %) verstärkt wurde. Ursachen für diesen Rückgang waren eine niedrigere Wachstumsrate der Tarifverdienste, die sich von 2,6 % im ersten Quartal auf 2,4 % im zweiten Quartal 2026 verringerte, sowie ein etwas geringerer Beitrag der Lohndrift, der sich im selben Zeitraum von 1,0 Prozentpunkten auf 0,9 Prozentpunkte verringerte. Mit Blick auf die Zukunft lässt der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der Daten zu Tarifabschlüssen bis Ende August 2026 berücksichtigt, darauf schließen, dass sich der Lohndruck bei den Tarifverdiensten 2026 bei 2,6 % stabilisieren und im ersten Halbjahr 2027 leicht auf 2,7 % erhöhen dürfte.⁸ Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2026 davon aus, dass die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 3,8 % im Jahr 2025 auf 3,3 % im Jahr 2026 abnehmen wird. In den Jahren 2027 und 2028 dürfte die Wachstumsrate den Projektionen zufolge bei 3,3 % und damit über ihrem langfristigen Durchschnitt verharren, unterstützt von den sich verbessernden Konjunkturaussichten und dem

⁸ Siehe Europäische Zentralbank (EZB) (2026), [Neue Datenveröffentlichung: Wage Tracker der EZB deutet auf stabilen Lohndruck bei den Tarifverdiensten im Jahr 2026 hin](#), Pressemitteilung vom 17. Juni.

widerstandsfähigen Arbeitsmarkt. Der erwartete Rückgang der Inflation dürfte den Lohndruck eindämmen.

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 zweite Quartal 2026.

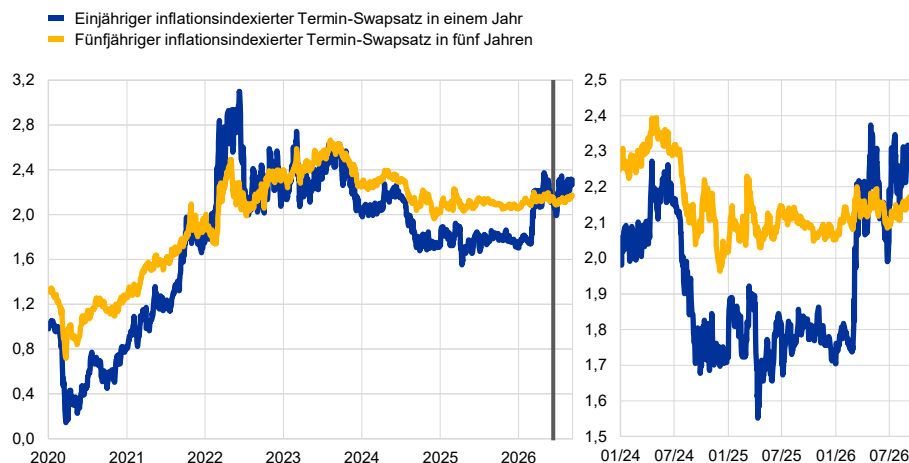
Im Berichtszeitraum vom 11. Juni bis zum 9. September 2026 stiegen die kurzfristigen marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs bei erhöhter Volatilität leicht an, während die längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin fest bei rund 2 % verankert waren (siehe Abbildung 12, Grafik a). Die kurzfristigen Inflationsaussichten der Anleger orientierten sich eng an den Ölpreisschwankungen und reagierten nach wie vor sehr sensibel auf die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Entwicklung des Konflikts im Nahen Osten. Nach der Unterzeichnung der gemeinsamen Absichtserklärung zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran am 17. Juni 2026 sanken die marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs. Bis Anfang Juli stiegen sie jedoch über das Niveau, das vor dem 17. Juni verzeichnet worden war, da sich der Konflikt erneut verschärfte und die Ölpreise anzogen. Am Ende des Berichtszeitraums lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr rund 15 Basispunkte höher bei 2,3 %. Bei den mittleren und längeren Laufzeiten blieben die Messgrößen des Inflationsausgleichs relativ stabil: Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren blieb im Berichtszeitraum weitgehend unverändert bei rund 2,2 %. Bereinigt um die Inflationsrisikoprämien waren die marktbasierten Messgrößen der mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor bei rund 2 % fest verankert. Laut dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das dritte Quartal 2026 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA-Umfrage) für September 2026 lagen der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin bei 2 %.

Abbildung 12

Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs und Inflationserwartungen der Verbraucher

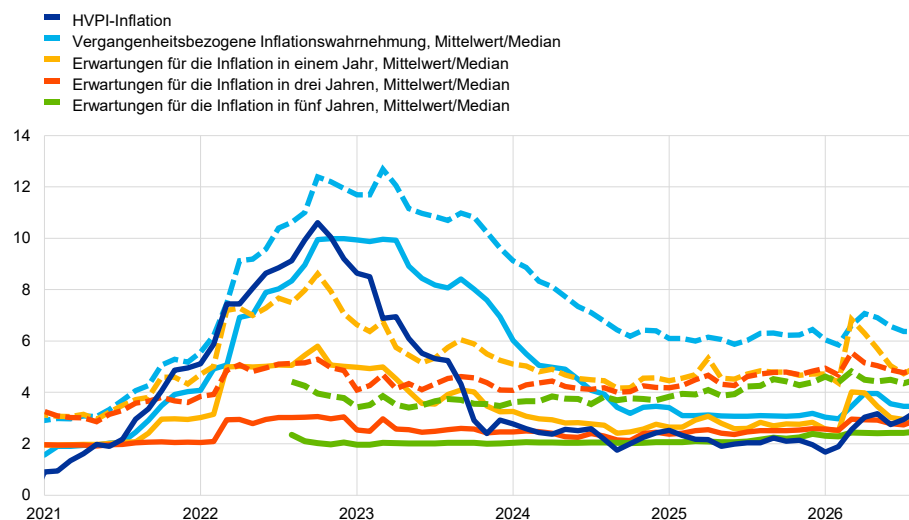
a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG), Eurostat, EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über zwei verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. Juni 2026. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2026 (Grafik a) bzw. August 2026 (Grafik b, Schnellschätzung der HVPI-Inflation und EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen).

Die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher sind im August 2026 leicht gestiegen, während die vergangenheitsbezogene Inflationswahrnehmung unverändert blieb (siehe Abbildung 12, Grafik b). Der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für August 2026 zufolge blieb der Median der in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation mit 3,5 % stabil.⁹ Der Median der Inflationserwartungen für die kommenden zwölf

⁹ Die Datenerhebung für die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für August 2026 endete am 24. August 2026.

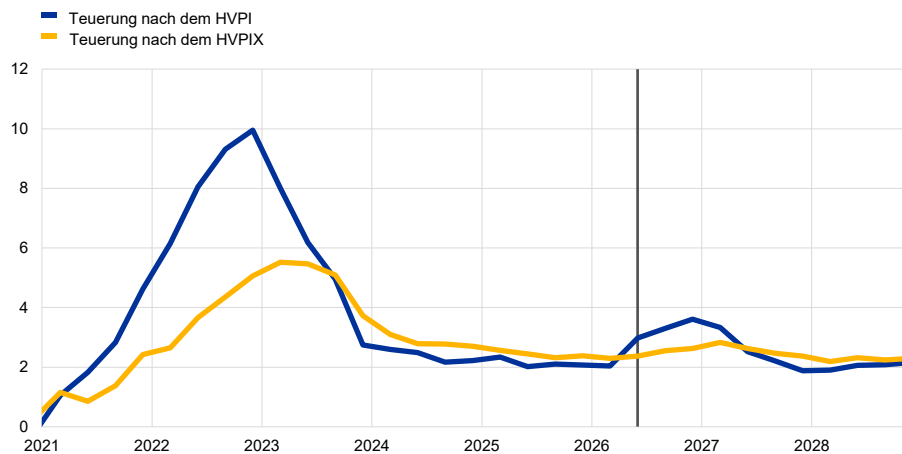
Monate erhöhte sich leicht von 2,9 % im Juli auf 3,0 % im August. Der Median der Erwartungen bezüglich der Inflation in drei Jahren stieg im selben Zeitraum von 2,7 % auf 2,9 %. Zugleich nahm der Median der Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 2,5 % zu. Lässt man die monatliche Volatilität außer Acht, so liegen die Inflationserwartungen der Verbraucher weiterhin über dem Niveau vor dem Konflikt im Nahen Osten. Allerdings sind sie seit einigen Monaten weitgehend stabil und signalisieren nach wie vor eine Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert.

Den Projektionen vom September 2026 zufolge wird die Gesamtinflation von 2,1 % im Jahr 2025 auf 3,0 % im Jahr 2026 steigen, bevor sie 2027 auf 2,5 % und 2028 auf 2,1 % sinkt (siehe Abbildung 13). Für das vierte Quartal 2026 wird ein Anstieg der Gesamtinflation auf 3,6 % erwartet. Der Anstieg der Energiepreise wird den Projektionen zufolge Ende 2026 seinen Höchststand erreichen, da sich Energierohstoffe verteuern und die Preise für raffinierte Kraftstoffe im Vergleich zu den Rohölpreisen stärker zulegen. Im Jahr 2027 dürfte sich der Preisauftrieb bei Energie dann aufgrund der niedrigeren Energierohstoffpreise und negativer Basiseffekte merklich abschwächen, bevor er 2028 im Zuge der Einführung des EU-Emissionshandelssystems 2 (EU-EHS2) wieder leicht zunimmt. Aufgrund allmählich einsetzender indirekter Effekte vorangegangener Anstiege der Energiepreise und der Auswirkungen ungünstiger Witterungsbedingungen dürfte die Teuerung bei Nahrungsmitteln den Projektionen zufolge auf kurze Sicht steigen, bevor sie später im Projektionszeitraum wieder in Richtung 2 % zurückgeht. Mit Blick auf die HVPIX-Inflation wird erwartet, dass sie kurzfristig sukzessive steigen und 2026 und 2027 durchschnittlich bei 2,5 % bzw. 2,6 % liegen dürfte. Zurückzuführen ist dies darauf, dass die indirekten Effekte höherer Energiepreise sowohl im Euroraum als auch weltweit nach und nach zum Tragen kommen, da die Importpreise und die Inputkosten für das verarbeitende Gewerbe anziehen. Für das Jahr 2028 wird dann ein Rückgang auf 2,3 % erwartet. Im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2026 wurden die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation für 2027 um 0,2 Prozentpunkte und für 2028 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Die Aussichten für die Teuerung nach dem HVPIX wurden sowohl für 2027 als auch für 2028 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Abbildung 13

Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2026.

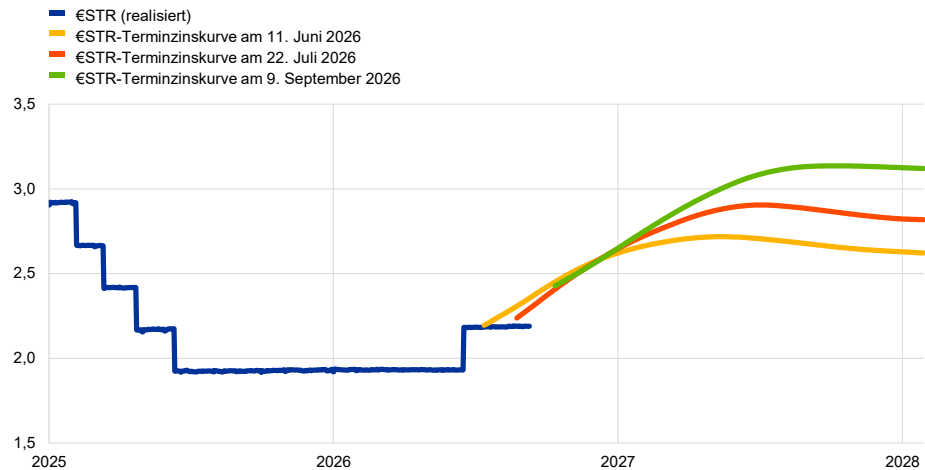
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026 (historische Daten) bzw. das vierte Quartal 2028 (Projektionen). Die Projektionen vom September 2026 wurden am 28. August 2026 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 19. August 2026. Sowohl die historischen als auch die projizierten Daten für die Teuerung nach dem HVPI und dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

Die kurzfristigen Marktzinsen im Euroraum wurden im Berichtszeitraum (11. Juni bis 9. September 2026) vor allem von den Entwicklungen des Konflikts im Nahen Osten und deren Auswirkungen auf die Energiepreise bestimmt, die die Marktteilnehmer dazu veranlassten, ihre kurzfristigen Inflationsaussichten anzupassen. Trotz einer gewissen Volatilität veränderten sich die kurzfristigen risikofreien Zinssätze unter dem Strich kaum. Unterdessen stiegen die langfristigen risikofreien Zinssätze auf historische Höchstwerte, was einen synchron verlaufenden Anstieg der globalen Anleiherenditen widerspiegelte. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum bewegten sich weitgehend im Gleichlauf mit den risikofreien Zinssätzen. Die Aktienbewertungen erhöhten sich im Berichtszeitraum. Dabei verzeichneten die Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten ähnliche Zuwächse, die mit den robusten Unternehmensgewinnen zusammenhingen. Gewinne wurden beiderseits des Atlantiks dank einer steileren Zinsstrukturkurve vor allem im Finanzsektor verzeichnet. Technologieaktien blieben hingegen volatil. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verengten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar um 1,0 % und in handelsgewichteter Rechnung um 0,4 % auf.

Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum blieben im Berichtszeitraum trotz einer gewissen Volatilität, die auf Entwicklungen des Konflikts im Nahen Osten zurückzuführen war, weitgehend unverändert. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze stiegen hingegen weltweit an (siehe Abbildung 14). Der Referenzzinssatz €STR notierte am Ende des Berichtszeitraums bei 2,19 %, nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 11. Juni 2026 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte anzuheben, und sie auf der darauffolgenden Sitzung am 23. Juli unverändert belassen hatte. Die Überschussliquidität sank um etwa 101 Mrd. € auf 2 117 Mrd. €. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass sich der Bestand an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren weiter verringerte. Die kurzfristigen Zinssätze wiesen zwischenzeitlich eine ausgeprägte Volatilität auf, da die Marktteilnehmer die Inflationsaussichten angesichts der Entwicklungen im Nahen Osten und der damit verbundenen Energiepreisschwankungen neu bewerteten. Am Ende des Berichtszeitraums lagen sie jedoch wieder weitgehend auf demselben Niveau wie zu Beginn: Die €STR-Terminzinssatzkurve implizierte am 9. September 2026 kumulierte Leitzinsanhebungen von rund 40 Basispunkten bis Jahresende, was in etwa dem zu Beginn des Berichtszeitraums eingepreisten Wert entspricht. Blickt man über das Jahr 2026 hinaus, sind die €STR-Terminzinssätze gegenüber Juni angestiegen.

Abbildung 14
€STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



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

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

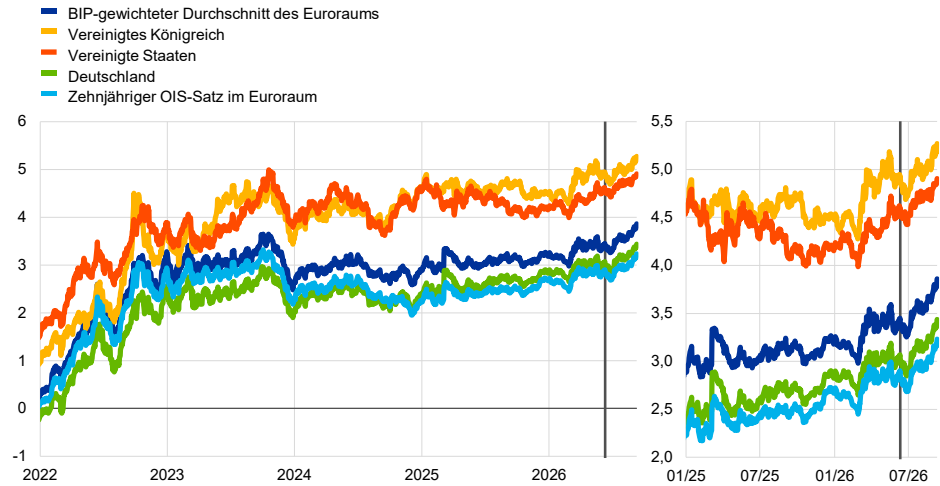
Die langfristigen risikofreien Zinssätze verzeichneten im Berichtszeitraum die höchsten Werte seit Jahrzehnten, was einen synchron verlaufenden Anstieg der globalen Anleiherenditen widerspiegelte (siehe Abbildung 15). Der zehnjährige OIS-Satz im Euroraum erhöhte sich um 37 Basispunkte auf 3,2 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg um rund 38 Basispunkte auf 4,9 % und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich um rund 37 Basispunkte auf 5,3 %, wenngleich es innerhalb des Berichtszeitraums zu erheblichen Schwankungen kam. Bei Laufzeiten von mehr als zehn Jahren waren die Renditen so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Zu dieser globalen Neubewertung kam es, nachdem die Emission von Unternehmensanleihen zur Finanzierung von Investitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI) vor allem in den Vereinigten Staaten sprunghaft angestiegen war. Zudem sind die Renditen durch die umfangreiche aktuelle und erwartete weltweite Emission von Staatsanleihen unter Aufwärtsdruck geraten. Der Anstieg der langfristigen Renditen im Berichtszeitraum setzte einen Aufwärtstrend fort, der sich seit Ende 2024 in verschiedenen Ländern gleichermaßen zeigt und vor allem auf höhere reale Laufzeitprämien zurückzuführen ist.¹⁰

¹⁰ Die langfristigen Renditen im Euroraum erreichten nach der Zinserhöhungsphase von 2022-2023 Ende 2024 einen temporären Tiefstand.

Abbildung 15

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

(in % p. a.)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

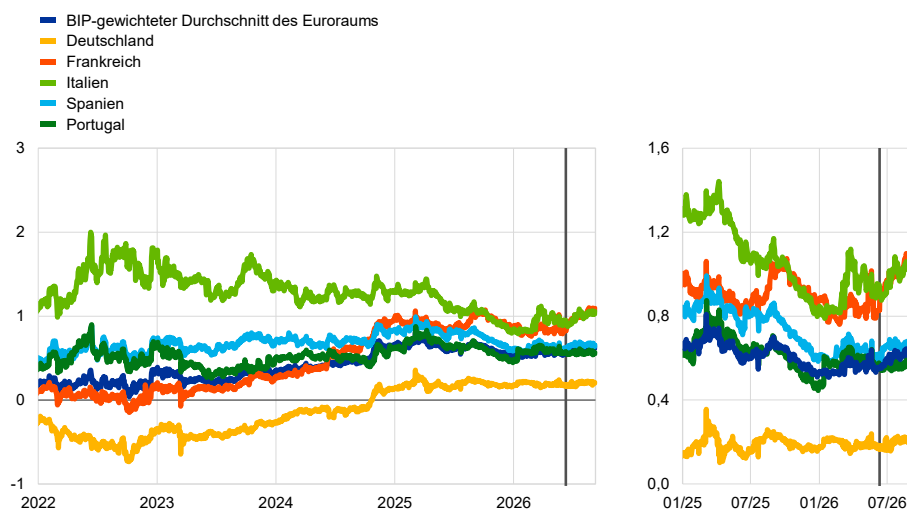
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. Juni 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2026.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum stiegen im Berichtszeitraum an. Die Abstände gegenüber den risikofreien Zinssätzen blieben dabei trotz einiger Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern weitgehend unverändert (siehe Abbildung 16). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Eurogebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum um 45 Basispunkte auf 3,9 %. Im Euroraum bewegten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weitgehend im Gleichlauf mit den risikofreien Zinssätzen, wenngleich sich die Renditeabstände in den Ländern mit höherer Verschuldung etwas ausweiteten.

Abbildung 16

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

(in Prozentpunkten)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

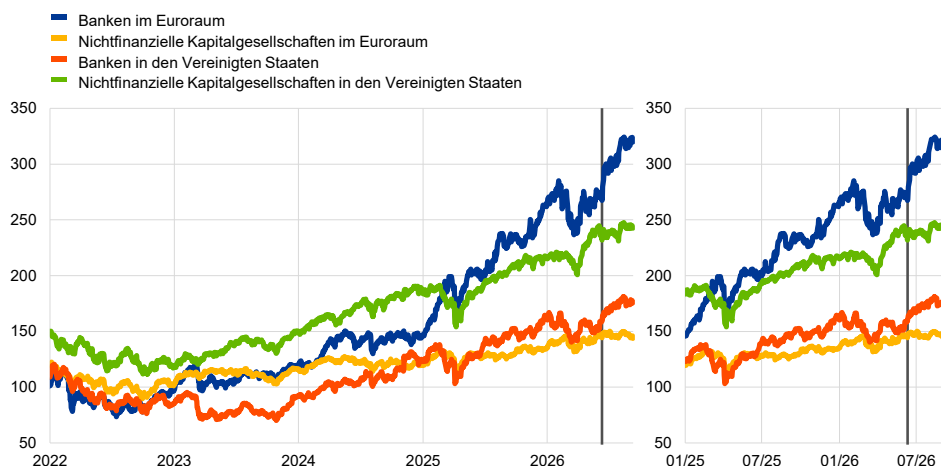
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 11. Juni 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. September 2026.

Die Aktienkurse im Euroraum zogen im Verlauf des Berichtszeitraums aufgrund einer positiven Berichtssaison an. Allerdings kam es zwischenzeitlich zu Schwankungen, die auf die Entwicklungen des Konflikts im Nahen Osten und auf Sorgen hinsichtlich des Ausbaus der KI-Infrastruktur zurückzuführen waren (siehe Abbildung 17). Der Benchmark-Aktienindex für das Eurogebiet stieg im Berichtszeitraum um 2,7 %, was vor allem mit höheren Bewertungen im Finanzsektor zusammenhing. Der Teilindex für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verlor 1,9 %. Dagegen legten Bankaktien dank einer steileren Zinsstrukturkurve und einer soliden Berichtssaison um 19,2 % zu. In den Vereinigten Staaten verlief die Entwicklung ähnlich: Der marktbreite Aktienindex erhöhte sich um 2,8 %. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die Banken verzeichneten dabei Zuwächse um 2,4 % bzw. 9,1 %. Technologieaktien waren aufgrund ihrer Reagibilität gegenüber höheren langfristigen Zinsen und wiederkehrender Bedenken hinsichtlich erhöhter Bewertungen sowohl im Euroraum als auch in den USA besonders volatil. Diese Volatilität spiegelte auch die Unsicherheit darüber wider, ob die beträchtlichen Investitionen in KI ein ausreichendes Gewinnwachstum bewirken würden, um die hohen Erwartungen der aktuellen Bewertungen zu erfüllen.

Abbildung 17

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 2. Januar 2020 = 100)



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 9. September 2026.

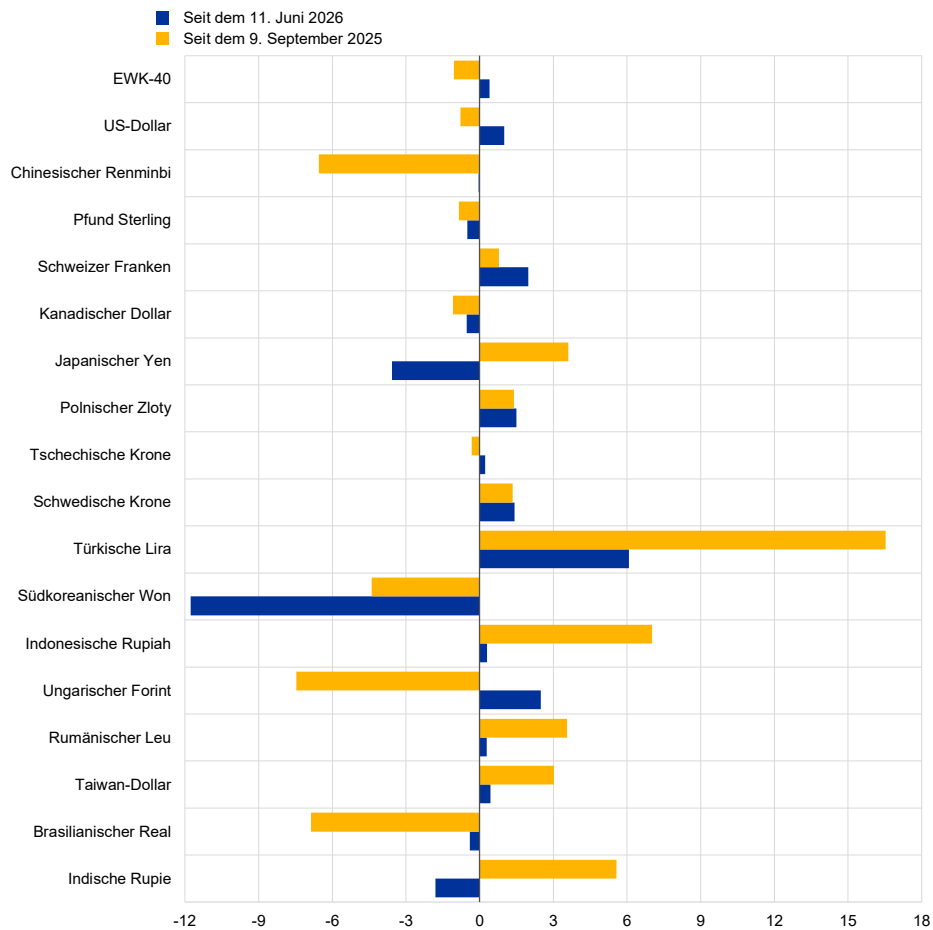
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verkleinerten sich im Verlauf des Berichtszeitraums sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment. Im Hochzinssegment war die Verengung der Renditeabstände mit etwa 9 Basispunkten am stärksten. Im Investment-Grade-Segment verkleinerten sich die Abstände sowohl bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch bei Finanzunternehmen um rund 3 Basispunkte.

An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar und in handelsgewichteter Rechnung auf (siehe Abbildung 18). Die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar (+1,0 %) war vor allem auf veränderte Markterwartungen bezüglich des geldpolitischen Kurses der US-Notenbank zurückzuführen. Unterdessen erhöhte sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, in einem Umfeld heterogener bilateraler Wechselkursentwicklungen geringfügig (+0,4 %). Im Plus stand der Euro gegenüber dem Schweizer Franken (+2,0 %), dem polnischen Zloty (+1,5 %) und dem ungarischen Forint (+2,5 %). Dagegen verlor er gegenüber dem Pfund Sterling (-0,5 %), dem Südkoreanischen Won (-11,8 %) und dem japanischen Yen (-3,6 %) an Boden. Der JPY-EUR-Wechselkurs verzeichnete im Berichtszeitraum eine relativ hohe Volatilität. Ende Juli leiteten die Vereinigten Staaten und Japan eine koordinierte Devisenmarktintervention ein, die zunächst zu einer Aufwertung des Yen führte. Ende August hatten sich diese Gewinne jedoch größtenteils wieder aufgelöst. Ab Anfang September wertete der Yen gegenüber dem Euro kräftig auf. Zurückzuführen ist dies vor allem auf veränderte Markterwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses der Bank of Japan.

Abbildung 18

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EWK-40“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 9. September 2026.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sind seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 23. Juli 2026 weitgehend unverändert geblieben. Im Juli lagen die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen bei 3,8 % und damit leicht über dem Stand vom Mai. Die Zinsen für Kredite an private Haushalte waren nach wie vor stabil und beliefen sich auf 3,5 %. Im Berichtszeitraum vom 11. Juni bis zum 9. September 2026 verteuerte sich für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften die marktbasierte Fremdfinanzierung wie auch die Finanzierung über Eigenkapital. Hierzu trugen sowohl höhere langfristige risikofreie Zinssätze als auch eine steigende Aktienrisikoprämie bei. Das Wachstum der Unternehmenskredite beschleunigte sich im Juli weiter auf 4,4 %, während das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte mit 3,1 % relativ stabil blieb. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 stieg auf 3,4 %.

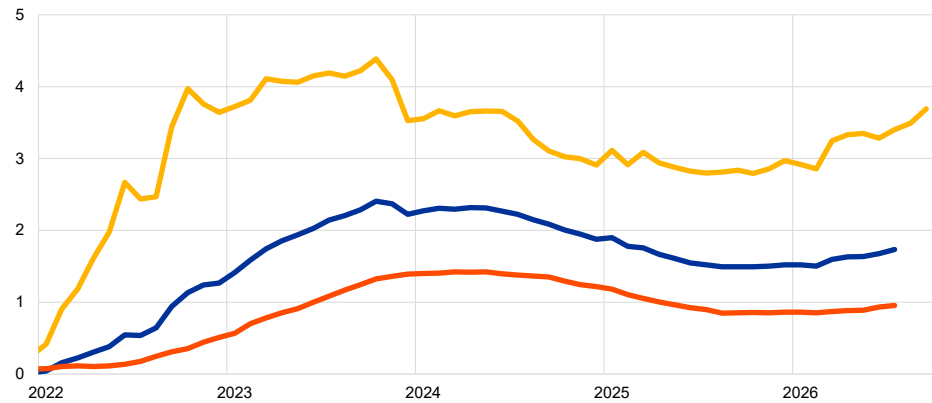
Die Refinanzierungskosten der Banken blieben im Juni und Juli weitgehend unverändert, nachdem sie zuvor seit März insgesamt aufwärts tendiert hatten (siehe Abbildung 19). Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum lag im Juli bei 1,7 %. Die Renditen von Bankanleihen stiegen im Juli angesichts des Aufwärtsdrucks an den globalen Anleihemärkten leicht an, die Renditeabstände blieben jedoch gering. Die Interbankzinssätze erhöhten sich nach dem Beschluss des EZB-Rats vom Juni, die Leitzinsen der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Der gewichtete Einlagenzins, der die Grenzkosten der Finanzierung der Banken über Einlagen bemisst, stieg im Juli geringfügig auf 1,0 %, weil die Banken die Leitzinserhöhungen über die Zinssätze für Termineinlagen weitergaben. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Spareinlagen blieben indes weitgehend unverändert.

Abbildung 19

Indikator der Finanzierungskosten der Banken im Euroraum

(in % p. a.)

- Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken
- Renditen von Bankanleihen
- Gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung



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

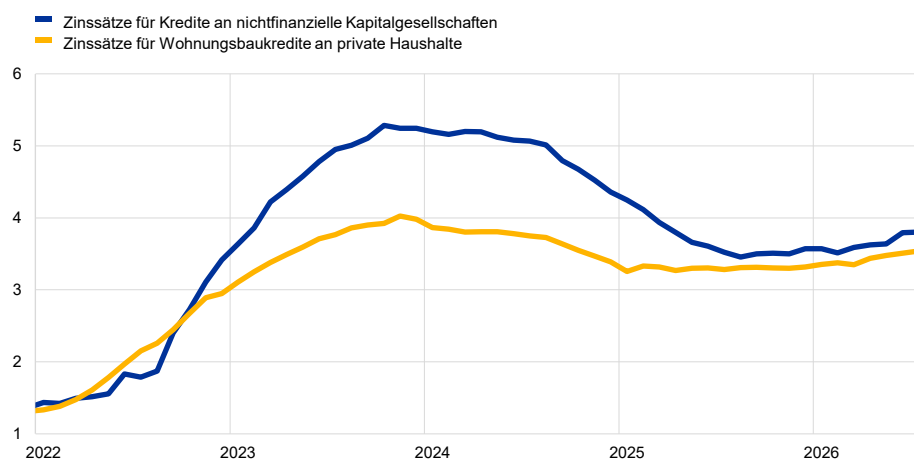
Anmerkung: Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken entspricht dem Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist, Termineinlagen und Anleihen sowie der Kreditaufnahme am Interbankenmarkt (gewichtet mit den jeweiligen 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 Juli 2026 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken und gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung) bzw. den 9. September 2026 (Renditen von Bankanleihen).

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen stiegen bis Ende Juli an, während jene für Kredite an private Haushalte stabil blieben (siehe Abbildung 20). Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich von 3,6 % im Mai auf 3,8 % im Juni und Juli. Die Zinserhöhungen betrafen in erster Linie Kredite mit längerer Zinsbindung (mehr als fünf Jahre). Der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und große Unternehmenskredite verringerte sich leicht, da die Kreditzinsen für KMUs weniger stark stiegen als für Großunternehmen. Die Kosten von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte waren im Juni und Juli mit 3,5 % weitgehend unverändert.

Abbildung 20

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

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

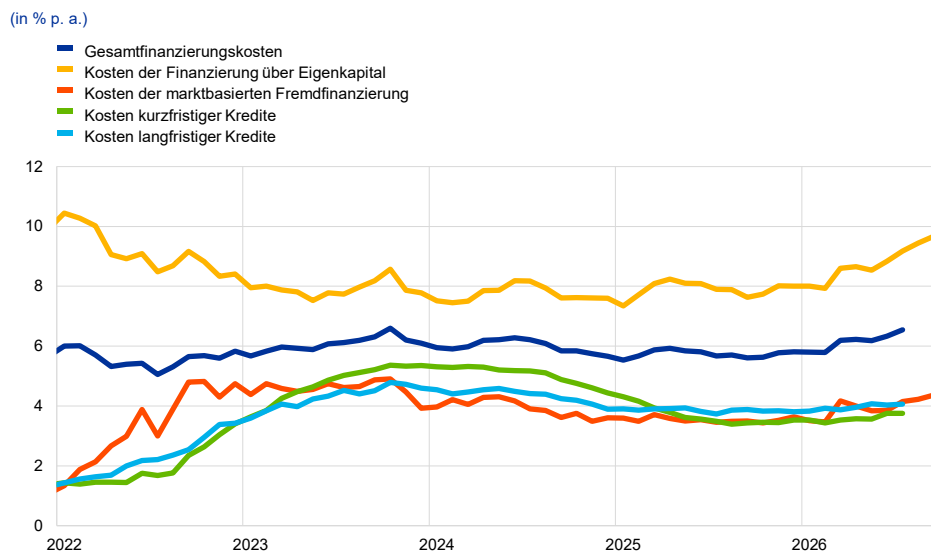
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2026.

Während des Berichtszeitraums vom 11. Juni bis zum 9. September 2026 verteuerte sich sowohl die marktbasierte Fremdfinanzierung der Unternehmen als auch ihre Finanzierung über Eigenkapital. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) erhöhten sich den zweiten Monat in Folge und lagen im Juli bei 6,5 % (siehe Abbildung 21).¹¹ Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital sowie der marktbasierten Fremdfinanzierung, während die Kosten der Bankkreditaufnahme nur minimal stiegen. Aus den Tagesdaten für den Berichtszeitraum insgesamt geht hervor, dass die Verteuerung der marktbasierten Fremdfinanzierung auf einen Anstieg der risikofreien Zinssätze zurückzuführen war. Dieser wurde nur teilweise durch einen leichten Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen ausgeglichen, der in erster Linie das Hochzinsegment betraf (siehe Abschnitt 4). Auch die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital nahmen im Berichtszeitraum zu, was vor allem einer höheren Aktienrisikoprämie geschuldet war. In geringerem Maß spielten aber auch die höheren langfristigen risikofreien Zinssätze eine Rolle.

¹¹ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Juli 2026 vor.

Abbildung 21

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



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

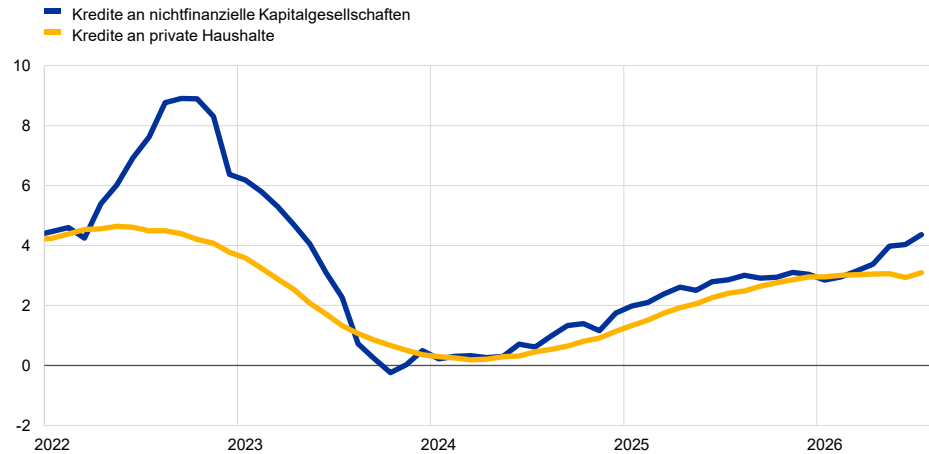
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als Durchschnitt der Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte) sowie der Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der 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 9. September 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite auf Juli 2026 (Monatswerte).

Das Wachstum der Unternehmenskredite beschleunigte sich im Juli weiter, während jenes der Kreditvergabe an private Haushalte gegenüber den Vormonaten weitgehend unverändert blieb (siehe Abbildung 22).

Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen, die üblicherweise mit einer längeren Verzögerung auf Änderungen der Geldpolitik reagiert, stieg weiter an. Sie erhöhte sich von 4,0 % im Mai und Juni auf 4,4 % im Juli und lag damit nahe an dem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt (4,3 %). Das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung der Unternehmen beschleunigte sich im Juli auf 4,4 %, verglichen mit 4,0 % im Mai und Juni. Zurückzuführen war dies auf ein stärkeres Wachstum der Bankkreditaufnahme, während die Nettoemission von Unternehmensanleihen moderat blieb. Kurzfristige Unternehmenskredite legten in der ersten Jahreshälfte und auch im Juli insgesamt kräftig zu, was wahrscheinlich auf einen höheren Betriebsmittelbedarf im Zuge des Energieschocks zurückzuführen war. Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an private Haushalte blieb im Juli mit 3,1 % weitgehend stabil und lag damit unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,1 %. Das Wachstum der Konsumentenkredite bewegte sich weiter um die 5 % und jenes der Wohnungsbaukredite lag weiter bei rund 3 %. Das Wachstum der sonstigen Kredite an private Haushalte – darunter auch an Einzelunternehmen – blieb im Einklang mit den historischen Verlaufsmustern gedämpft. Der jüngsten [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Juli 2026 zufolge wirkt sich der Konflikt im Nahen Osten weiterhin negativ auf die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den Kreditzugang aus, wenngleich sich diese Bedenken etwas abgeschwächt haben.

Abbildung 22
MFI-Kredite im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

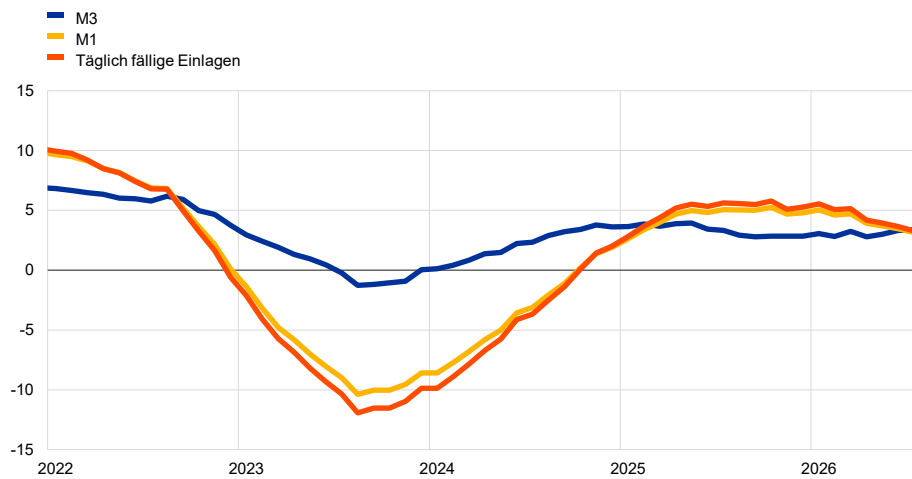
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2026.

Das jährliche Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 zog im Juni und Juli leicht an, blieb aber insgesamt moderat (siehe Abbildung 23). Die Jahreswachstumsrate von M3 stieg im Juli auf 3,4 %, nachdem sie sich seit Mitte 2025 bei etwa 3 % bewegt hatte. Sie lag damit jedoch weiterhin deutlich unter dem historischen Durchschnitt des Zeitraums seit Anfang 1999 (5,2 %). Die monatlichen Ströme wiesen bis Juli jedoch eine erhöhte Volatilität auf, da die Nettozuflüsse aus dem Ausland stark schwankten. Die jährliche Wachstumsrate des enger gefassten Geldmengenaggregats M1, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen umfasst, verringerte sich von 3,7 % im Mai auf 3,5 % im Juni und 3,1 % im Juni. In diesem Rückgang kommt zum Ausdruck, dass es im Juli zu beträchtlichen Abflüssen bei den Einlagen von Nichtbank-Finanzintermediären kam, die einen Teil der Mittelzuflüsse aus den Vormonaten wieder ausglich. 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 23

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2026.

Die Fachleute der EZB erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2026, dass der fiskalische Kurs im Eurogebiet 2026 gelockert, 2027 und 2028 aber wieder gestrafft wird.¹² Die für 2026 projizierte Lockerung ist weiten Teilen der Ausgabenseite zuzuschreiben. Die Straffung der Folgejahre spiegelt die Rücknahme temporärer energiebezogener Stützungsmaßnahmen, das Auslaufen der meisten Finanzierungen im Rahmen von Next Generation EU (NGEU) sowie nichtdiskretionäre Faktoren wider. Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit belief sich 2025 auf 3,0 % des BIP. Laut Projektionen wird es 2026 merklich auf 3,6 % des BIP steigen, 2027 mit 3,7 % des BIP einen Höchststand erreichen und 2028 auf 3,6 % zurückgehen. Die Schuldenquote im Euroraum dürfte ansteigen und 2028 einen Stand von knapp 90 % erreichen. Hierfür ausschlaggebend ist, dass die anhaltenden Primärdefizite und Deficit-Debt-Adjustments die günstigen Effekte der Zins-Wachstums-Differenzen überwiegen.

Nachdem der fiskalische Kurs im Euroraum 2025 neutral ausgefallen war, dürfte er im laufenden Jahr um 0,5 Prozentpunkte des BIP gelockert werden; für die beiden Folgejahre insgesamt wird in ähnlichem Umfang wieder eine Straffung erwartet.¹³ Die Lockerung im laufenden Jahr ist weiten Teilen der Ausgabenseite zuzuschreiben. Der Anstieg der staatlichen Investitionen spiegelt höhere Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur vor allem in Deutschland, aber auch in anderen, kleineren Euro-Ländern wider; durch NGEU-Mittel finanzierte Ausgaben kommen ebenfalls zum Tragen. Ferner werden voraussichtlich auch die Fiskaltransfers ansteigen. Zu den Bestimmungsfaktoren hierfür zählen eine starke Zunahme der Ausgaben für die Altersversorgung und anderer Sozialausgaben sowie die NGEU-finanzierten Transfers an Unternehmen. Von den befristeten energiebezogenen Stützungsmaßnahmen, die die Regierungen seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten ergriffen haben, geht 2026 ein zusätzlicher Lockerungsimpuls von rund 0,1 % des BIP aus. Die Hilfen bestehen im Wesentlichen aus der Senkung indirekter Steuern und der Erhöhung von Subventionen. Im Jahr 2027 wird der Fiskalkurs laut Projektionen um rund 0,4 Prozentpunkte des BIP gestrafft, was teilweise die Rücknahme der genannten Stützungsmaßnahmen sowie das Auslaufen der meisten NGEU-Finanzierungen widerspiegelt. Der restriktive Fiskalkurs wird für die meisten Länder erwartet, wenngleich der in Deutschland andauernde Fiskalimpuls teilweise gegenläufig wirkt. Der übrige Anteil der für 2027 und 2028 projizierten fiskalischen Straffung geht auf nichtdiskretionäre Faktoren zurück; besonders ins Gewicht fallen hier die kalte

¹² Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2026.

¹³ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die aus dem EU-Haushalt finanzierten Einnahmen aus den NGEU-Transfers keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie für diese Betrachtung aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

Progression und die Entkopplung der Steuerbemessungsgrundlagen vom BIP.¹⁴ Gegenüber den Projektionen der Fachleute des Eurosystems vom Juni 2026 deuten die korrigierten historischen Daten zu Deutschland und Frankreich darauf hin, dass der Fiskalkurs 2025 etwas lockerer war. Die Aussichten für die Folgejahre bleiben hingegen weitgehend unverändert.

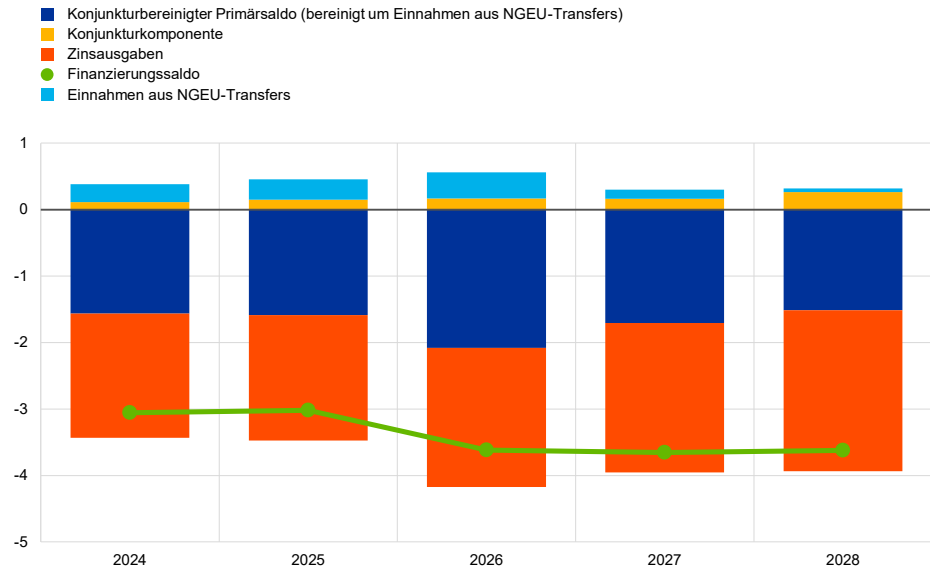
Der Finanzierungssaldo im Euroraum dürfte sich verschlechtern, sodass das projizierte Defizit 2027 auf einen Höchststand deutlich oberhalb des Grenzwerts von 3 % des BIP steigen wird (siehe Abbildung 24). Für die Vergangenheit wurde ein leichter Rückgang des Defizits im Eurogebiet berechnet: Nach 3,1 % des BIP 2024 belief es sich 2025 auf 3,0 %. Der Stand 2025 wurde insbesondere aufgrund revidierter Daten zu Deutschland gegenüber den Projektionen vom Juni 2026 nach oben revidiert. In der Vorausschau wird das projizierte Haushaltsdefizit 2026 merklich auf 3,6 % des BIP steigen, 2027 mit 3,7 % des BIP einen Höchststand erreichen und 2028 geringfügig auf 3,6 % des BIP zurückgehen. Aufgrund der Lockerung des fiskalischen Kurses wird die Verschlechterung des Finanzierungssaldos hauptsächlich im laufenden Jahr auftreten. Ferner dürften sich die Zinsausgaben 2026 um 0,2 Prozentpunkte des BIP erhöhen; für 2027 und 2028 wird ein weiterer Anstieg um insgesamt 0,3 Prozentpunkte erwartet. Im selben Zeitraum dürften die günstige Konjunkturkomponente und die projizierte fiskalische Straffung den anhaltenden Anstieg der Zinsausgaben weitgehend ausgleichen. Für 2028 ergibt sich damit eine leichte Verbesserung der Haushaltslage. Gegenüber den Projektionen vom Juni 2026 bleibt der Finanzierungssaldo im Projektionszeitraum weitgehend unverändert, da der von dem höheren Defizit 2025 herrührende Basiseffekt und die leichte fiskalische Lockerung 2026 durch eine günstigere Konjunkturentwicklung ausgeglichen werden.

¹⁴ Die kalte Progression bezeichnet den Anstieg des Einkommensteueraufkommens, der entsteht, wenn nominale Steuerbemessungsgrundlagen wachsen, die Parameter eines progressiven Steuersystems jedoch nicht entsprechend angepasst werden.

Abbildung 24

Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



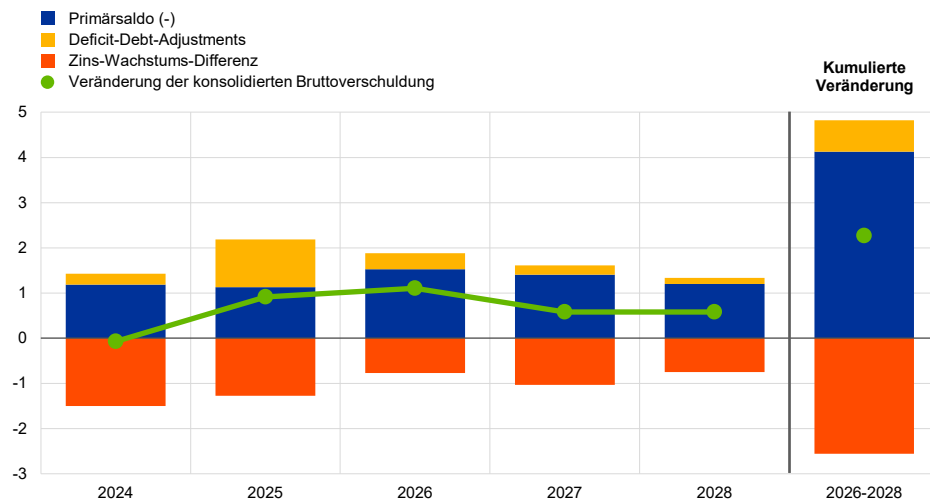
Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 21 Euro-Länder.

Die Schuldenquote im Euroraum dürfte sich im Projektionszeitraum erhöhen und 2028 einen Stand von knapp 90 % erreichen. Damit kehrte sich der von 2021 bis 2024 beobachtete deutliche Rückgang um. Ausgehend von 87,1 % im Jahr 2025 dürfte die Schuldenquote bis zum Ende des Projektionszeitraums auf einen Stand von 89,4 % steigen. Hierin schlagen sich die anhaltenden Primärdefizite und geringen, aber durchweg positiven Deficit-Debt-Adjustments nieder. Nur zum Teil ergeben sich gegenläufige Effekte in Form günstiger Zins-Wachstums-Differenzen (siehe Abbildung 25). Im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2026 wurde die Schuldenquote für den gesamten Projektionszeitraum nach unten revidiert. Dies ist darauf zurückzuführen, dass für 2025 eine niedrigere Schuldenquote berechnet wurde und die Zins-Wachstums-Differenzen aufgrund eines höheren nominalen Wachstums des BIP günstiger ausfallen.

Abbildung 25

Veränderung der staatlichen Schuldenquote im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026.

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

In jüngster Zeit konzentrierte sich die finanzpolitische Steuerung auf Verfahren bei einem übermäßigen Defizit und auf die Möglichkeiten, den Anwendungsbereich der nationalen Ausweichklausel um energiebezogene Staatsausgaben zu erweitern. Der Rat der Europäischen Union eröffnete am 10. Juli ein Defizitverfahren gegen Bulgarien, während die Verfahren gegen sechs weitere Euro-Länder ruhen.¹⁵ Bisher billigte der Rat für 14 Euro-Länder die Aktivierung der nationalen Ausweichklausel für Verteidigungsausgaben.¹⁶ Am 18. August konkretisierte die Europäische Kommission in einer Bekanntmachung ihren Vorschlag, den Anwendungsbereich der nationalen Ausweichklausel auf energiebezogene Maßnahmen auszudehnen.¹⁷ Dieser Vorschlag war in ihrem Frühjahrspaket 2026 enthalten, das sie im Rahmen des Europäischen Semesters veröffentlicht hatte. In ihrer Bekanntmachung legt die Kommission dar, dass der erweiterte Anwendungsbereich Maßnahmen betrifft, die die strukturelle Versorgungssicherheit und Widerstandsfähigkeit des europäischen Energiesystems stärken und die Abkehr von fossilen Brennstoffen beschleunigen. Nur Griechenland und Italien haben bisher eine derartige Erweiterung beantragt. Die Kommission hat jedoch in Aussicht gestellt, dass auch spätere Anträge noch berücksichtigt werden.

¹⁵ Derzeit sind die Euro-Länder Belgien, Bulgarien, Frankreich, Italien, Österreich, die Slowakei und Finnland Gegenstand eines Defizitverfahrens.

¹⁶ Die nationale Ausweichklausel ist aktiv für Belgien, Bulgarien, Deutschland, Estland, Griechenland, Spanien, Kroatien, Lettland, Litauen, Österreich, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland. Am 11. September beantragte Italien die Aktivierung der Klausel für Verteidigungsausgaben und energiebezogene Ausgaben. Weitere Ausführungen zur [nationalen Ausweichklausel für Verteidigungsausgaben](#) sind auf der Website des EU-Rates abrufbar.

¹⁷ Siehe hierzu im Einzelnen die Bekanntmachung der Kommission [Leitlinien für die Mitgliedstaaten zur Erweiterung des Anwendungsbereichs der nationalen Ausnahme Klausel für die Energieversorgungssicherheit](#).

Kästen

1 Welche Länder sind vom industriellen Aufstieg Chinas am meisten betroffen? Erfassung der unterschiedlich ausgeprägten Abhängigkeiten innerhalb der EU

Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella und Emiel Cornelius Marchand

Die Chancen und Herausforderungen der rasch voranschreitenden industriellen Transformation Chinas fallen in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich aus. Der sogenannte China-Schock 2.0 umfasst eine Reihe von Entwicklungen in China. Dazu zählen eine rasche Expansion des

verarbeitenden Gewerbes im Hochtechnologiesektor, eine stärkere wirtschaftspolitische Ausrichtung auf industrielle Autonomie und die Steigerung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in der Breite. Die genannten Entwicklungen haben zwar in einigen Sektoren den Wettbewerbsdruck verstärkt, doch könnten die europäischen Volkswirtschaften durch kostengünstigere Einfuhren, Investitionsverflechtungen und Technologietransfer davon auch profitieren.¹ Die Gewichtung von Chancen und Risiken stellt sich für die einzelnen EU-Länder jeweils unterschiedlich dar. Hier kommen Divergenzen in der sektoralen Spezialisierung, der Integration in die Wertschöpfungsketten des verarbeitenden Gewerbes und der Anfälligkeit gegenüber jenen Sektoren zum Tragen, in denen chinesische Unternehmen ihr Geschäft rasch ausbauen. Ein Verständnis dieser Heterogenität ist auch aus einer EU-Perspektive wichtig, da eine asymmetrische Anfälligkeit gegenüber globalen Schocks Auswirkungen auf Wettbewerbsfähigkeit, Investitionen und Wachstum sowie auf die makroökonomische Konvergenz und die Funktionsfähigkeit der Währungsunion haben kann.

Die strukturelle Ähnlichkeit bei der Warenausfuhr Chinas und mehrerer EU-Länder hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Ein Index, der die Übereinstimmung zwischen der sektoralen Zusammensetzung der Warenexporte Chinas und der einzelnen EU-Länder erfasst, deutet auf eine zunehmende Ähnlichkeit der Ausfuhren in einer Reihe von EU-Ländern hin.² Dieser Anstieg ist in Volkswirtschaften mit starkem verarbeitendem Gewerbe – wie Deutschland – am deutlichsten ausgeprägt; in Mitgliedstaaten mit spezialisierteren Exportstrukturen, darunter einige kleinere EU-Länder, fällt er dagegen geringer aus (siehe Abbildung A, Grafik a). Sektoralen Daten zufolge zeigt sich die zunehmende Ähnlichkeit vor allem im Maschinen- und Fahrzeugbau (siehe Abbildung A, Grafik b). Gründe hierfür sind der rasche Aufstieg der chinesischen Automobilindustrie und ein breiter angelegter Aufstieg entlang der Wertschöpfungskette hin zu höherentwickelten und technologieintensiveren Produkten. In Branchen, die in

¹ Siehe z. B. Amicucci et al. (2026), Anaya Longaric et al. (2026) und Lane (2026).

² Der Exportähnlichkeitsindex basiert auf dem von Finger und Kreinin (1979) entwickelten Indikator. Eine neuere Anwendung auf die Handelsstrukturen Chinas findet sich in De Soyres et al. (2025).

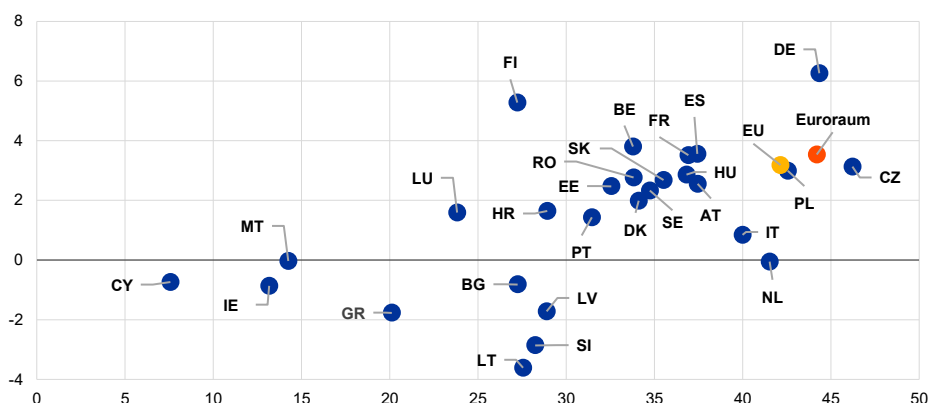
einigen Volkswirtschaften der EU in den vergangenen Jahrzehnten als Wachstumsmotoren fungierten – beispielsweise in der Automobilproduktion und bei Industriemaschinen – nimmt also offenbar die Wettbewerbsintensität zu.

Abbildung A

Ähnlichkeit zwischen den Warenausfuhren der EU und Chinas

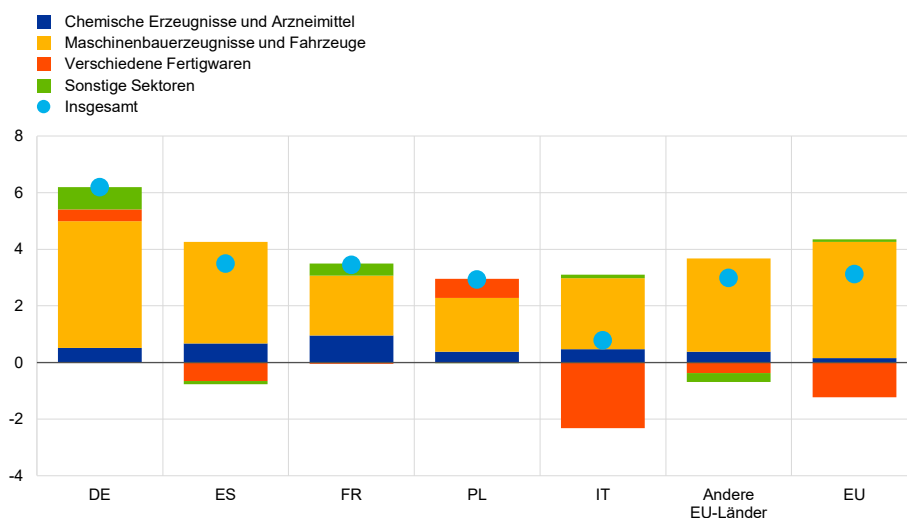
a) Exportähnlichkeit mit China im Jahr 2025 und Veränderung seit 2019

(x-Achse: Ähnlichkeit in %; y-Achse: Veränderung in Prozentpunkten)



b) Sektorale Beiträge zu Veränderungen der Exportähnlichkeit mit China in der Zeit von 2019 bis 2025

(in Prozentpunkten; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Exportähnlichkeitsindex misst die sektorale Übereinstimmung der Warenexporte Chinas und der EU-Länder. Höhere Werte deuten auf eine stärkere Ähnlichkeit der Exportstrukturen hin. In den Aggregaten für die EU, den Euroraum und die „anderen EU-Länder“ sind die Handelsströme zwischen den im jeweiligen Aggregat erfassten Ländern nicht berücksichtigt. Grafik b: Positive Beiträge kennzeichnen Sektoren, in denen sich die Exportstrukturen im Zeitverlauf angenähert haben. Negative Beiträge markieren zunehmende Divergenzen. Die Sektoren sind gemäß dem Internationalen Warenverzeichnis für den Außenhandel aufgeschlüsselt, wobei ausgewählte Kategorien zur besseren Darstellung aggregiert werden.

Neben dem zunehmenden Exportwettbewerb scheint auch die Abhängigkeit Chinas von Einfuhren aus der europäischen Industrie gesunken zu sein.

Die Ähnlichkeit zwischen den Warenausfuhrstrukturen der EU-Länder und den chinesischen Wareneinfuhren hat sich in den EU-Ländern seit 2019 verringert (siehe Abbildung B, Grafik a). Am ausgeprägtesten ist der Rückgang in Volkswirtschaften, die in europäische Wertschöpfungsketten des verarbeitenden Gewerbes und der

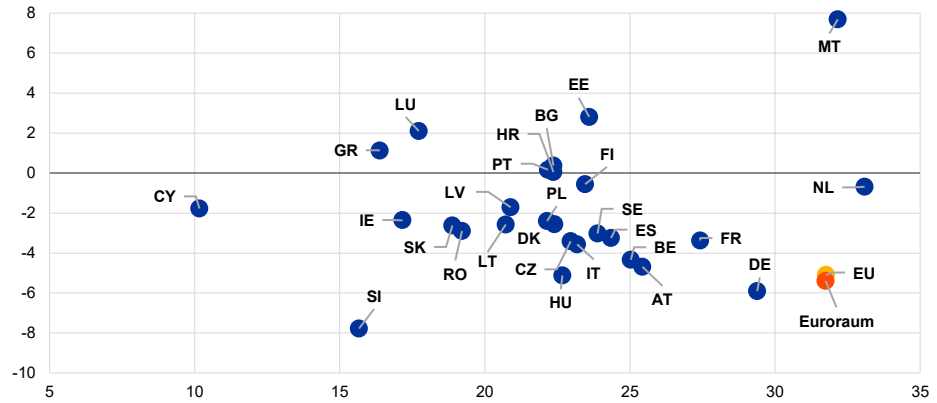
Automobilindustrie eingebunden sind, darunter Deutschland und mehrere mitteleuropäische Länder. Darin spiegelt sich vor allem die Entwicklung im Maschinen- und Fahrzeugbau wider (siehe Abbildung B, Grafik b), also den Sektoren, in denen die genannten Volkswirtschaften eine hohe Spezialisierung aufweisen. Dies steht im Einklang mit der stärkeren Konkurrenz durch chinesische Produzenten, einer Substitution durch andere ausländische Zulieferer, einer Verschiebung der Zusammensetzung der chinesischen Nachfrage und der zuletzt schwachen Binnennachfrage in China. Die Entwicklungen gehen mit einem merklichen Rückgang der Ausfuhren aus der EU nach China seit 2019 einher (siehe Abbildung C). Zwar zeigt sich der Rückgang in den EU-Ländern auf breiter Front, doch war er in Deutschland besonders stark ausgeprägt, was der Spezialisierung des Landes auf das verarbeitende Gewerbe und auf Investitionsgüter geschuldet ist.

Abbildung B

Ähnlichkeit zwischen den Wareneinfuhren der EU und den Wareneinfuhren Chinas

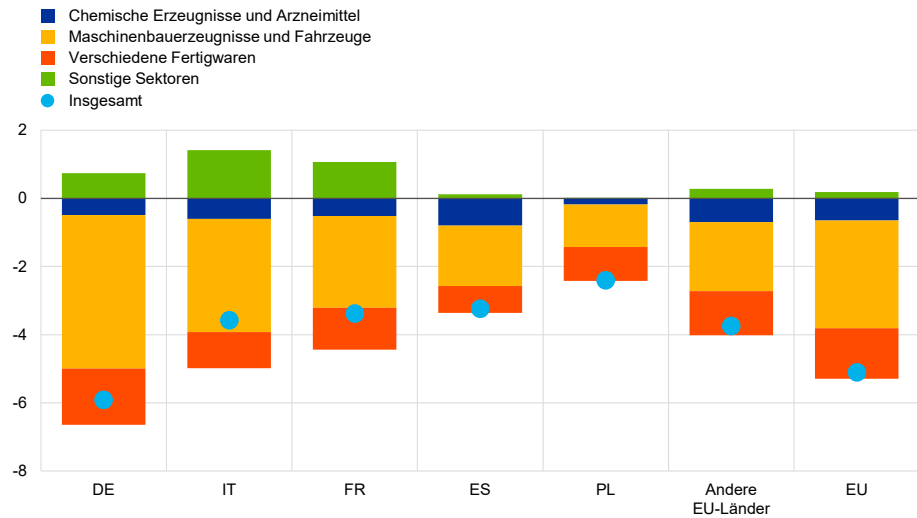
a) Ähnlichkeit der Exportstruktur mit der Importstruktur Chinas (Ähnlichkeit nach Handelspartner) im Jahr 2025 und Veränderung seit 2019

(x-Achse: Ähnlichkeit in %; y-Achse: Veränderung in Prozentpunkten)



b) Sektorale Beiträge zur Veränderung der Ähnlichkeit mit China nach Handelspartner in der Zeit von 2019 bis 2025

(in Prozentpunkten; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

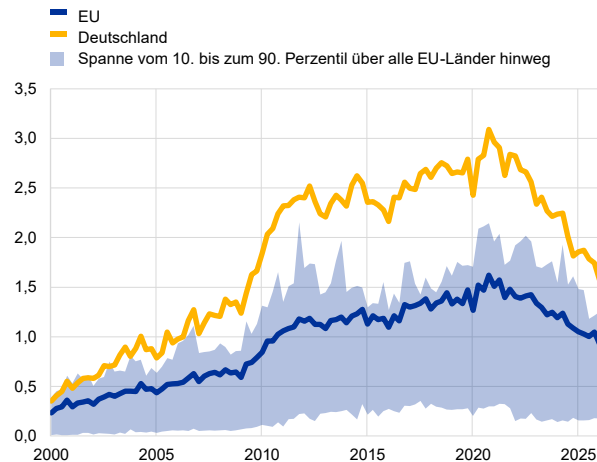
Anmerkung: Der Index der Ähnlichkeit nach Handelspartner (Partner Similarity Index) (de Soyres et al., 2025) erfasst die Überschneidung zwischen den Strukturen der Wareneinfuhren der EU-Länder und der sektoralen Zusammensetzung der chinesischen Wareneinfuhren. Höhere Werte deuten auf eine größere Übereinstimmung zwischen den EU-Ausfuhren und den chinesischen Importen hin. In den Aggregaten für die EU, den Euroraum und die „anderen EU-Länder“ sind die Handelsströme zwischen den im jeweiligen Aggregat erfassten Ländern nicht berücksichtigt. Grafik b: Positive Beiträge deuten auf Sektoren hin, in denen sich die Exportstrukturen der EU der sektoralen Zusammensetzung der chinesischen Importe im Zeitverlauf angenähert haben. Negative Beiträge markieren zunehmende Divergenzen. Die Sektoren sind gemäß dem Internationalen Warenverzeichnis für den Außenhandel aufgeschlüsselt, wobei ausgewählte Kategorien zur besseren Darstellung aggregiert werden.

Abbildung C

Warenausfuhren der EU nach China

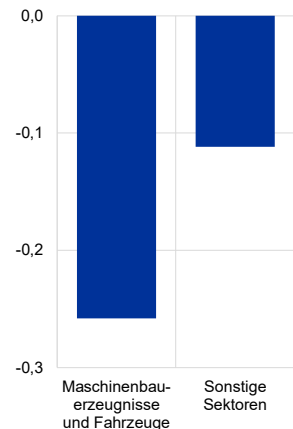
a) Ausfuhren der EU nach China

(in % des BIP)



b) Veränderung der EU-Ausfuhren nach China von 2019 bis 2025

(in Prozentpunkten des BIP)



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

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die über 12 Monate kumulierten Ausfuhren nach China als prozentualen Anteil am nominalen BIP.

Der zunehmende Wettbewerb aus China und die sinkende Abhängigkeit Chinas von Einfuhren aus EU-Ländern dämpfen die Exportleistung der Europäischen Union.

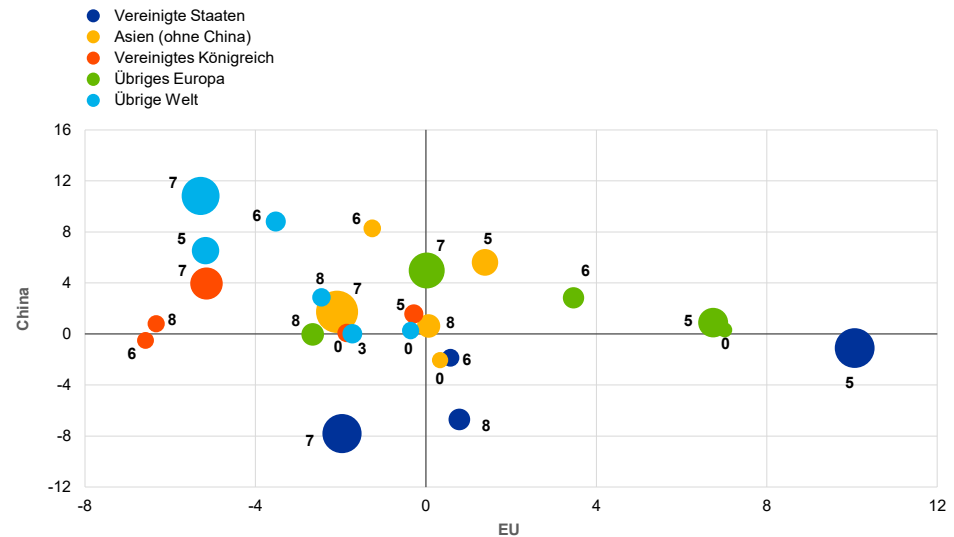
Obwohl der Welthandel in den letzten Jahren weiter gewachsen ist, ist der Anteil der EU an den globalen Warenausfuhren zurückgegangen. Dies gilt vor allem für Sektoren und Länder, in denen China seine weltweite Präsenz ausgebaut hat, insbesondere im Maschinen- und Fahrzeugbau (siehe Abbildung D). In Asien dürften die enge Einbindung Chinas in regionale Lieferketten und seine zunehmende Stärke bei Vorleistungs- und Investitionsgütern den Wettbewerbsdruck erhöhen. In preissensibleren Drittmärkten dürften chinesischen Unternehmen auch Kostenvorteile und ein breiteres Produktangebot zugutekommen.³ Zugleich haben die EU-Länder ihre Exportmarktanteile in den Vereinigten Staaten jedoch erhöht, während der Anteil Chinas dort gesunken ist. Diese Entwicklung könnte auf eine Neuausrichtung des Handels im Zusammenhang mit den jüngsten Handelskonflikten zwischen den Vereinigten Staaten und China zurückzuführen sein. Die genannten Zuwächse konzentrieren sich auf Sektoren mit höherer Wertschöpfung – Bereiche, in denen europäische Unternehmen nach wie vor international wettbewerbsfähig sind.

³ Der zunehmende Wettbewerb seitens chinesischer Exporteure könnte sich auf europäische Unternehmen nicht nur in Form niedrigerer Exportmarktanteile, sondern auch durch eine geringere Preissetzungsmacht und sinkende Gewinnmargen in konkurrierenden Sektoren auswirken (siehe Al-Haschimi et al., 2024).

Abbildung D

Veränderung der Exportmarktanteile von Waren aus der EU und China für ausgewählte Produkte und Zielmärkte im Zeitraum von 2019 bis 2025

(Veränderung der Exportmarktanteile in Prozentpunkten)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Punkte beziehen sich auf folgende Sektoren des Internationalen Warenverzeichnisses für den Außenhandel: 0 (Nahrungsmittel); 3 (Energie); 5 (Chemische Erzeugnisse und Arzneimittel); 6 (Bearbeitete Waren); 7 (Maschinenbauerzeugnisse und Fahrzeuge); 8 (Verschiedene Fertigwaren). Die Farbe markiert den Zielmarkt, die Größe der jeweiligen Punkte den Anteil an den Exporten in Drittländer im Jahr 2025. Es sind nur Sektoren dargestellt, auf die mehr als 1 % der Drittländerexporte entfallen.

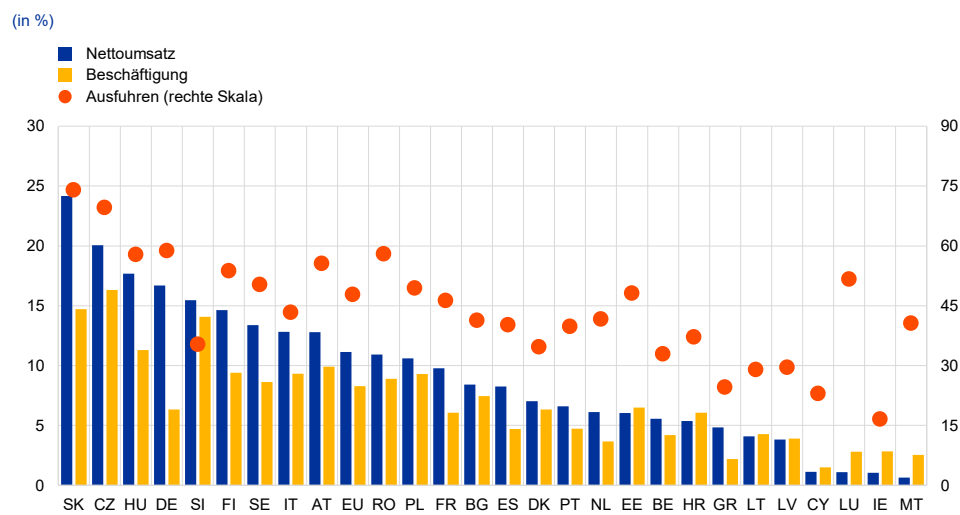
Der industrielle Aufstieg Chinas führt zu einer Neuausrichtung des Welthandels. Die Mitgliedstaaten der EU sind davon in unterschiedlichem Maße betroffen.

Die aggregierten Daten sind weitgehend von Volkswirtschaften mit einem starken verarbeitenden Gewerbe geprägt. Die Auswirkungen auf die einzelnen Länder und Sektoren unterscheiden sich jedoch erheblich. Auf Maschinenbauerzeugnisse, Fahrzeuge und andere Investitionsgüter spezialisierte Volkswirtschaften scheinen dem zunehmenden Wettbewerb seitens chinesischer Unternehmen und der sinkenden chinesischen Nachfrage nach importierten Industriegütern stärker ausgesetzt zu sein. Dagegen haben sich einige Sektoren bislang widerstandsfähiger gezeigt – Bereiche, in denen europäische Unternehmen nach wie vor international wettbewerbsfähig sind.⁴ Darüber hinaus sind einige der dem zunehmenden Wettbewerb Chinas am stärksten ausgesetzten Volkswirtschaften auch in hohem Maße von Sektoren abhängig, die auf kritische Rohstoffe angewiesen sind (siehe Abbildung E). Hier zeigen sich mögliche Schwachpunkte in den strategischen Lieferketten und gegenüber chinesischen Exportbeschränkungen für diese Materialien (siehe Attinasi et al., 2025; Banin et al., 2025). Die unterschiedlichen Auswirkungen des Aufstiegs Chinas auf die einzelnen Länder und Sektoren zu erfassen, kann dazu beitragen, dass auf EU- und Mitgliedstaatenebene angemessene politische Reaktionen formuliert werden können. Für die am stärksten exponierten Volkswirtschaften könnte es sich als wichtig erweisen, ihre Lieferketten zu diversifizieren, Industriekapazitäten im Inland

⁴ Die Analyse konzentriert sich auf den Warenhandel, die Stärken im Dienstleistungshandel sind nicht berücksichtigt. Hier sind einige europäische Volkswirtschaften international nach wie vor gut positioniert. Auch die möglichen Vorteile einer engeren wirtschaftlichen Verflechtung mit China, beispielsweise durch Investitionen und den Technologietransfer, sind an dieser Stelle nicht erfasst.

zu stärken und Innovationen zu fördern. So könnten sie ihre Widerstandsfähigkeit erhöhen und sich besser an das sich wandelnde internationale Handelsumfeld anpassen.

Abbildung E
Abhängigkeit von kritischen Rohstoffen nach Ländern



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

Anmerkung: Die blauen Balken zeigen den Anteil des Nettoumsatzes der Unternehmen in von kritischen Rohstoffen abhängigen Sektoren (NACE-Sektoren 24-30). Die gelben Balken stellen den entsprechenden Anteil der Beschäftigung dar. Die orangefarbenen Punkte kennzeichnen den entsprechenden Anteil an den gesamten Warenausfuhren. Beschäftigungs- und Umsatzdaten beziehen sich auf 2024, Exportdaten auf 2025.

Literaturverzeichnis

Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. und Spital, T. (2024), [Why competition with China is getting tougher than ever](#), Der EZB-Blog, 3. September.

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

Anaya Longaric, P., Esposito, C., Gunnella, V., Lecourt, N., Martínez Hernández, C. und Pongetti, G. (2026), [Was hat die Inflation bei Waren niedrig gehalten? Die Rolle der Importabhängigkeit von China](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2026.

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R. und Meunier, B. (2025), [Ein Blick auf die versteckten Kosten kritischer Abhängigkeiten](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2025.

Banin, M., D'Agostino, M., Gunnella, V. und Lebastard, L. (2025), [Wie anfällig ist der Euroraum gegenüber Exportbeschränkungen für chinesische seltene Erden?](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2025.

de Soyres, F., Fisgin, E., Gaillard, A., Santacreu, A. M. und Young, H. (2025), [The Sectoral Evolution of China's Trade](#), FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, 28. Februar.

Finger, J. M. und Kreinin, M. E. (1979), A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses, The Economic Journal, Bd. 89, Nr. 356, Dezember, S. 905-912.

Lane, P. R. (2026), [Europe and the world economy](#), Rede auf dem Asian Monetary Policy Forum, Singapur, 22. Mai.

Umgang mit Unsicherheit: Wie der Konflikt im Nahen Osten die Erwartungen und Bewältigungsstrategien der Unternehmen prägt

Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia und Laura Lebastard

Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) im Euroraum für das zweite Quartal 2026 gibt Aufschluss darüber, wie stark die Unternehmen durch den Konflikt im Nahen Osten belastet werden, welche Auswirkungen dieser auf ihre Erwartungen hat und welche Bewältigungsstrategien die Unternehmen verfolgen.¹

In der Umfrage für das zweite Quartal wurden Zusatzfragen gestellt, die weitere Erkenntnisse darüber liefern, wie sich der Konflikt auf die Unternehmen im Euroraum auswirkt. Hierzu wurde als Grundlage eine frühere Analyse zur Umfrage für das erste Quartal 2026 herangezogen.² Darin war festgestellt worden, dass sich die Erwartungen der befragten Unternehmen nach dem Beginn der Kampfhandlungen im Nahen Osten am 28. Februar 2026 deutlich verändert hatten. Anhand der jüngsten Umfrage lässt sich auch beurteilen, ob sich die Antwortenverteilung nach der Bekanntgabe einer gemeinsamen Absichtserklärung des Iran und der Vereinigten Staaten am 14. Juni verschoben hat, denn etwa ein Viertel der Unternehmen beantwortete die Fragen erst nach dieser Ankündigung.³ Anfang Juli wurden die maritimen Angriffe wieder aufgenommen. Dies unterstreicht, dass Analysen zu den Auswirkungen des Konflikts auf Unternehmensebene nach wie vor erforderlich sind.

Unternehmen des Handelssektors, Exporteure sowie kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) meldeten die größte Belastung durch den Konflikt im Nahen Osten. Im Durchschnitt sind große Unternehmen den Umfrageergebnissen zufolge durch den Konflikt weniger belastet als KMUs. Auf einer Belastungsskala von 1 bis 10 gaben 28 % der großen Unternehmen einen Scorewert von mehr als 7 an, verglichen mit 35 % der KMUs (siehe Abbildung A). Exportunternehmen meldeten im Durchschnitt eine stärkere Belastung als nicht exportierende Unternehmen. Dies dürfte zwei Faktoren widerspiegeln: a) Exportunternehmen sind möglicherweise auf geografisch entfernten Märkten tätig, die unmittelbarer von dem Konflikt betroffen sind als der Euroraum, und b) Exportunternehmen tätigen mit höherer Wahrscheinlichkeit auch Importe (Bernard et al., 2012), was ihre Anfälligkeit für globale Lieferkettenstörungen erhöht. Obwohl Exporteure tendenziell größere Unternehmen sind, wirkt sich der Konflikt stärker auf KMUs aus. Dies deutet darauf hin, dass Größe und Internationalisierung über verschiedene Kanäle auf die Unternehmen wirken können. Exporteure sind deshalb stärker belastet, weil sie enger in globale Handelsnetze eingebunden sind. Dagegen lässt sich die Belastung der KMUs dadurch erklären, dass sie möglicherweise nur begrenzt in der Lage sind, Kostenschocks aufzufangen oder ihre Lieferketten anzupassen. KMUs sind zudem stärker von der Konsumnachfrage abhängig und reagieren sensibler auf den mit

¹ Einzelheiten hierzu finden sich im EZB-Bericht zur SAFE-Umfrage für das zweite Quartal 2026.

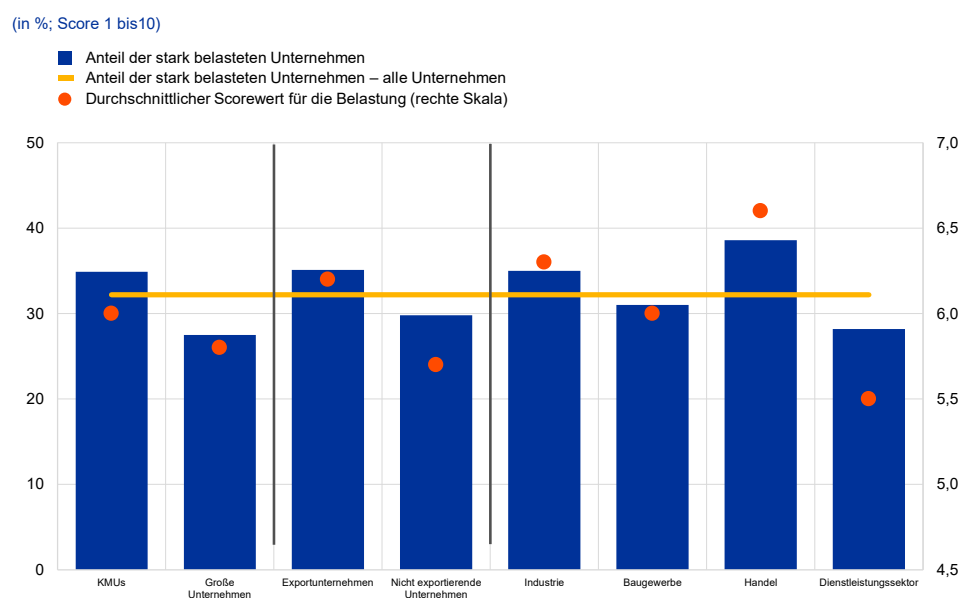
² Die frühere Analyse findet sich in Fantino et al. (2026).

³ Die Umfrage wurde im Zeitraum vom 21. Mai bis zum 26. Juni 2026 durchgeführt.

dem Konflikt einhergehenden Energieschock.⁴ Nach Sektoren betrachtet ist der Anteil stark belasteter Unternehmen im Handelssektor (der den Groß- sowie den Einzelhandel umfasst) am höchsten und bei den sonstigen Dienstleistungen am niedrigsten. Dass die Auswirkungen des Konflikts für Unternehmen im Sektor der sonstigen Dienstleistungen weniger stark spürbar sind, dürfte auf den geringeren Anteil der Energiekosten bei diesen Firmen und ihre stärkere binnenwirtschaftliche Ausrichtung zurückzuführen sein. Diese Unterschiede bestätigen sich, wenn man die durchschnittlichen Belastungsscores als alternative Messgröße für die Auswirkungen des Konflikts auf die Unternehmen betrachtet.

Abbildung A

Anteil der Unternehmen mit starker Belastung durch den Konflikt im Nahen Osten und durchschnittlicher Scorerwert für die Belastung nach Art der Unternehmen



Quellen: SAFE-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Umfragegewichtete Ergebnisse. „Stark belastete Unternehmen“ bezeichnet Firmen, die auf die Frage „Inwieweit wirkt sich der Krieg im Nahen Osten (einschließlich höherer Energiepreise sowie Störungen der Lieferketten und der Schifffahrt) auf die Geschäftstätigkeit Ihres Unternehmens aus?“ auf einer Skala von 1 bis 10 einen Scorewert von mehr als 7 angaben. „Handel“ bezieht sich auf den Groß- und Einzelhandel. Alle Unterschiede zwischen den durchschnittlichen Scorewerten sind statistisch signifikant. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Der Konflikt im Nahen Osten hat vor allem die Erwartungen der Unternehmen im Hinblick auf nominale Variablen und die Nachfrage beeinflusst. Die Auswirkungen auf andere reale Größen werden dagegen als verhalten eingeschätzt.

Den Angaben der Unternehmen zufolge hat sich der Konflikt am stärksten auf ihre Erwartungen hinsichtlich nominaler Variablen ausgewirkt: Für die kommenden zwölf Monate erwarteten per saldo 79 % der Unternehmen höhere Inputkosten, 58 % höhere Verkaufspreise und 43 % höhere Löhne (siehe Abbildung B). Stärker vom Konflikt betroffene Unternehmen berichteten häufiger von einem Aufwärtseffekt auf die erwarteten Inputkosten und Verkaufspreise als weniger betroffene Unternehmen. Der Effekt auf die Lohnerwartungen war hingegen über alle Unternehmen hinweg weitgehend gleich. Dies deutet darauf hin, dass die Lohnentwicklung nach Auffassung der Unternehmen in erster Linie durch einen breit

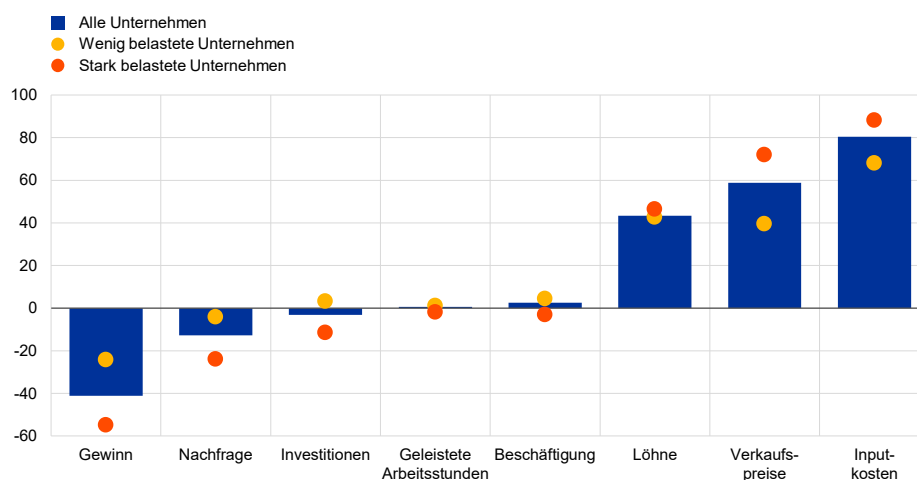
⁴ Siehe Dausà i Noguera et al. (2026).

angelegten Inflationsdruck bestimmt wird – da die Beschäftigten für den erwarteten Anstieg der Lebenshaltungskosten möglicherweise einen Ausgleich anstreben – und weniger durch den Grad der Belastung ihres Sektors oder Unternehmens. Per saldo gaben 40 % der Unternehmen an, dass sich der Konflikt negativ auf die Gewinnerwartungen ausgewirkt habe. Betrachtet man die realen Variablen, so meldeten per saldo 14 % der Unternehmen niedrigere Erwartungen für die Nachfrage. Was die Erwartungen im Hinblick auf die Beschäftigung, die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und das Investitionswachstum anbelangt, so rechneten die Unternehmen hier nicht mit einer Veränderung. Der entsprechende prozentuale Saldo der jeweiligen Variablen lag nahe null. Betrachtet man jedoch ausschließlich stark belastete Unternehmen, so gaben per saldo 11 % an, dass sich der Konflikt negativ auf das erwartete Investitionswachstum ausgewirkt habe. Teilt man die Stichprobe in die Zeit vor und nach dem Datum der Bekanntgabe der gemeinsamen Absichtserklärung, verändert sich die Verteilung der Antworten kaum. Dies lässt darauf schließen, dass die Absichtserklärung nur in begrenztem Maße Einfluss darauf hatte, wie die Unternehmen die wirtschaftlichen Auswirkungen des Konflikts einschätzten.

Abbildung B

Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten auf die Erwartungen der Unternehmen

(prozentualer Saldo)



Quellen: SAFE-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Umfragegewichtete Ergebnisse. Die Frage lautete: „Inwieweit beeinflussen der Krieg im Nahen Osten und die damit verbundenen Veränderungen der Energiepreise die Erwartungen Ihres Unternehmens in den kommenden zwölf Monaten?“. Als Antwortmöglichkeit konnten die Firmen angeben, dass ihre Erwartungen gestiegen, zurückgegangen oder unverändert geblieben seien. Der prozentuale Saldo berechnet sich als der Anteil der Unternehmen, die gestiegene Erwartungen meldeten, abzüglich des Anteils derjenigen, die von rückläufigen Erwartungen berichteten. „Wenig belastete Unternehmen“ bezieht sich auf Firmen, die bei der Frage in Abbildung A auf einer Skala von 1 bis 10 einen Scorewert von weniger als 5 angaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

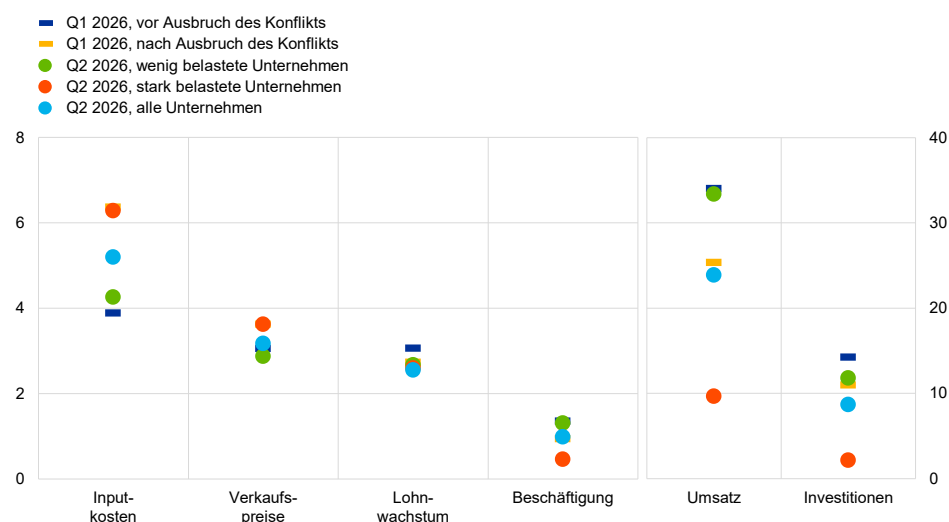
Die quantitativen Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf Veränderungen der Inputkosten und der Verkaufspreise fielen insgesamt nach wie vor erhöht aus und lagen weiterhin über dem Vorkriegsniveau; die Erwartungen hinsichtlich des Lohnwachstums schwächten sich jedoch ab (siehe Abbildung C). Unternehmen, die von dem Konflikt stark belastet waren, meldeten höhere Erwartungen zum Kosten- und Preisanstieg. Die Erwartungen erwiesen sich dabei in etwa so hoch wie in den unmittelbar nach Ausbruch des Konflikts am 28. Februar 2026 erhobenen Umfrageergebnissen. Dagegen entsprachen die

Erwartungen der weniger stark betroffenen Unternehmen eher den vor Ausbruch des Konflikts ermittelten Ergebnissen. Die Erwartungen zum Lohnwachstum indessen verringerten sich im Vergleich zur vorangegangenen Umfrage leicht. Dies traf sowohl auf stark belastete als auch auf weniger belastete Unternehmen zu. Die gegenüber dem Vorquartal rückläufigen Lohnerwartungen im zweiten Quartal stehen scheinbar im Gegensatz zum prozentualen Saldo von 43 % der Unternehmen, die nach Beginn des Konflikts von höheren Lohnerwartungen berichteten. Dies dürfte jedoch darauf zurückzuführen sein, dass sich die Erwartungen zum Lohnwachstum stärker verringert hätten, wenn es den Konflikt nicht gegeben hätte. Diese Interpretation scheint auch mit den qualitativen Antworten in der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) im Einklang zu stehen, die im Hinblick auf die Erwartungen zu den Verkaufspreisen und den Löhnen geäußert wurden (siehe Elding et al., 2026).

Abbildung C

Erwartungen der Unternehmen nach Grad der Belastung und Datum der Befragung

(linke Skala: Veränderung in den kommenden zwölf Monaten in %; rechte Skala: prozentualer Saldo des erwarteten Anstiegs in den kommenden drei Monaten)



Quellen: SAFE-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Umfragegewichteter Durchschnitt der Erwartungen zu Veränderungen. Regelmäßige Fragen in der SAFE-Umfrage zu den Erwartungen. Die Erwartungen zu Inputkosten, Verkaufspreisen, Lohnkosten und Beschäftigung beziehen sich auf die kommenden zwölf Monate. Die Erwartungen zu Umsatz und Investitionen beziehen sich auf die kommenden drei Monate. Der prozentuale Saldo des erwarteten Anstiegs berechnet sich als der Anteil der Unternehmen, die gestiegene Erwartungen meldeten, abzüglich des Anteils derjenigen, die von rückläufigen Erwartungen berichteten. Die Einteilung in „stark belastete Unternehmen“ und „wenig belastete Unternehmen“ folgt der Definition in Abbildung B. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Die qualitativen Erwartungen zum Anstieg von Umsatz und Investitionen in den kommenden drei Monaten und zum Anstieg der Beschäftigung in den kommenden zwölf Monaten schwächten sich im zweiten Quartal gegenüber dem Niveau vor Beginn des Konflikts ab.

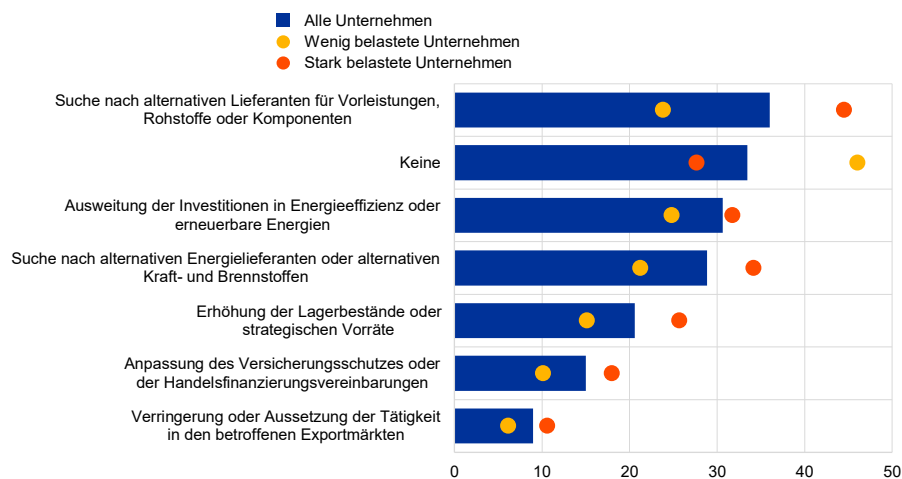
Beim Umsatz war die erwartete Abschwächung deutlich ausgeprägter als bei den Investitionen. Für den Rückgang der Erwartungen waren die stark belasteten Unternehmen maßgeblich verantwortlich. Von diesen Firmen gehen per saldo nur 10 % von einem Umsatzanstieg aus und 2 % von einem Anstieg der Investitionen. Diese Werte liegen spürbar unter den Ergebnissen, die für alle Unternehmen im ersten Quartal (vor Ausbruch des Konflikts) ermittelt wurden (per saldo 34 % bzw. 14 %). Die Erwartungen zum Beschäftigungswachstum in den kommenden zwölf Monaten

lagen im ersten Quartal – vor Ausbruch des Konflikts – bei 1,4 %. Im zweiten Quartal sanken sie auf 1,0 %, da die stark belasteten Unternehmen mit einem niedrigeren Wachstum rechneten (0,5 %).

Rund zwei Drittel der befragten Unternehmen ergreifen als Reaktion auf den Konflikt Maßnahmen, indem sie nach alternativen Lieferanten suchen und verstärkt in ihre Energieeffizienz investieren (siehe Abbildung D). Die am häufigsten genannten Strategien zur Bewältigung des Konflikts waren: die Suche nach alternativen Lieferanten für Vorleistungen, Rohstoffe oder Komponenten (36 %), vermehrte Investitionen in Energieeffizienz oder erneuerbare Energien (31 %) sowie die Suche nach alternativen Energielieferanten oder alternativen Kraft- und Brennstoffen (29 %). Fast die Hälfte der wenig belasteten Unternehmen gab an, keine Maßnahmen zu ergreifen. Bei den stark belasteten Unternehmen lag der entsprechende Anteil bei lediglich 28 %. Für diese zweite Gruppe bestand die häufigste Strategie darin, alternative Lieferanten für Vorleistungen zu suchen (44 %). Nur sehr wenige Unternehmen signalisierten, ihre Tätigkeit in den betroffenen Exportmärkten verringert zu haben bzw. dies tun zu wollen. Zugleich unternimmt ein erheblicher Anteil der Unternehmen, die ihren Angaben nach wenig belastet sind, auch Schritte, um sich gegen künftige, aus geopolitischen Spannungen erwachsende Schocks abzusichern.

Abbildung D
Strategien der Unternehmen als Reaktion auf den Konflikt im Nahen Osten

(in % der Befragten)



Quellen: SAFE-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Umfragegewichteter prozentualer Anteil der Unternehmen, die auf folgende Frage antworteten: „Welche der folgenden Maßnahmen hat Ihr Unternehmen als Reaktion auf die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten bereits ergriffen bzw. welche Pläne hat es für die kommenden zwölf Monate?“. Mehrfachantworten waren möglich. Die Einteilung in „stark belastete Unternehmen“ und „wenig belastete Unternehmen“ folgt der Definition in Abbildung B. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Literaturverzeichnis

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S. und Schott, P. (2012), The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade, Annual Review of Economics.

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.

Elding, C., Morris, R., Riedel, Z. und Roma, M. (2026), [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2026.

Europäische Zentralbank (2026), [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – Second quarter of 2026](#), Juli.

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.

Wesentliche Ergebnisse der jüngsten Bevölkerungsprognosen für den Euroraum

Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson und Joachim Schroth

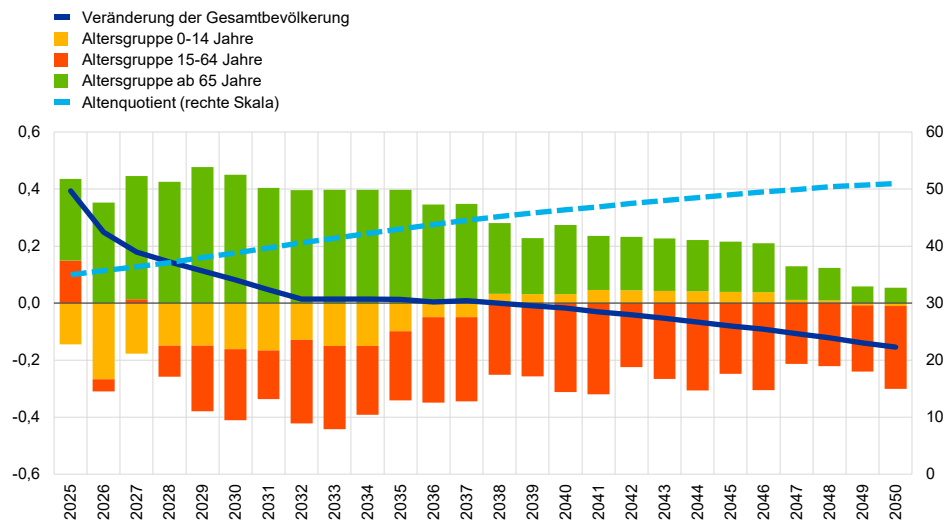
Die jüngsten demografischen Trends deuten darauf hin, dass die Bevölkerung im Euroraum vorübergehend zunehmen und sich dann verringern wird. Im Jahr 2050 dürfte sie bei 358 Millionen und somit auf dem Stand von 2025 liegen, wenngleich mit einer anderen Altersstruktur (siehe Abbildung A).

Gemäß den am 16. April 2026 veröffentlichten EUROPOP2025-Prognosen dürfte die Bevölkerung des Euroraums auf einen Höchststand von 361,4 Millionen im Jahr 2037 steigen und anschließend zurückgehen.¹ Die Bevölkerungsstruktur wird sich dabei deutlich verändern. So erhöht sich die Zahl der Personen ab 65 Jahren, während die Zahl der Kinder (0-14 Jahre) und der Personen im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre) sinkt.² Der starke Zuwachs der älteren Bevölkerung bis zur Mitte des nächsten Jahrzehnts ist dadurch bedingt, dass ein großer Teil der geburtenstarken Jahrgänge das Rentenalter erreicht. Anschließend geht die Zahl der 15- bis 64-Jährigen zurück, da die während der jüngsten Phase niedriger Geburtenraten geborenen Menschen das Erwerbsalter erreichen.

Abbildung A

Wachstumsprognosen für die Gesamtbevölkerung, Beiträge der Altersgruppen und Altenquotient

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die durchgezogene blaue Linie zeigt die prognostizierte jährliche Veränderung der Gesamtbevölkerung in % gemäß EUROPOP2025. Die Balken stellen die Beiträge der verschiedenen Altersgruppen in Prozentpunkten dar. Die gestrichelte blaue Linie markiert den Altenquotienten, der als Verhältnis der Personen im Alter ab 65 Jahren zur Bevölkerung im Erwerbsalter definiert ist.

¹ Siehe Europäische Kommission (2026).

² Zur Bevölkerung im Erwerbsalter zählen gemeinhin Personen im Alter von 15 bis 74 Jahren. Für die wirtschaftliche und fiskalische Analyse des demografischen Wandels ist jedoch die Altersgruppe der 15- bis 64-Jährigen aussagekräftiger.

Nach 2050 wird sich der Bevölkerungsrückgang den Prognosen zufolge weitgehend in der gleichen Geschwindigkeit und Zusammensetzung fortsetzen wie für 2050 erwartet. Der Rückgang, der sich mit einer durchschnittlichen Rate von rund -0,2 % pro Jahr vollzieht, ist vor allem auf eine Abnahme der Bevölkerung im Erwerbsalter zurückzuführen. Dies führt zu einem Anstieg des Altenquotienten, der sich laut den Prognosen von 35 % im Jahr 2025 auf 51 % im Jahr 2050 und 62 % im Jahr 2100 erhöhen wird.³ Derzeit kommen also auf jeden älteren Menschen knapp drei Personen im erwerbsfähigen Alter. 2050 sinkt diese Zahl auf rund zwei Personen und 2100 werden es noch deutlich weniger sein.

Die Bevölkerungsprognosen für die kommenden zwei Jahrzehnte wurden aufgrund der höheren Zuwanderung nach oben revidiert (siehe Abbildung B). Im Zeitraum von 2022 bis 2024 war die Nettozuwanderung in den Euroraum deutlich höher als in den vorangegangenen, im Jahr 2023 veröffentlichten EUROPOP-Prognosen angenommen. Gründe hierfür sind eine stärkere Wirtschaftsmigration und die Tatsache, dass Russlands Krieg gegen die Ukraine länger andauert als erwartet. Für den Zeitraum 2022-2050 wurde die Prognose für die durchschnittliche Nettozuwanderung von 1,2 Millionen auf rund 1,4 Millionen Personen pro Jahr nach oben korrigiert. Mehr als die Hälfte dieser Revision betrifft Spanien, auf das ein Drittel der prognostizierten Nettozuwanderung des Euroraums entfällt. Im Einklang mit den bisherigen Mustern dürften 77 % der Migrantinnen und Migranten im erwerbsfähigen Alter sein. Weitere 20 % sind unter 15 Jahre alt und dürften daher in Zukunft in den Arbeitsmarkt eintreten, was das Potenzialwachstum ankurbelt.⁴ Diese Migrationsprognosen sind jedoch mit großer Unsicherheit behaftet. Sie implizieren ein Verhältnis von Nettozuwanderung zur Bevölkerungszahl, das merklich über dem langfristigen historischen Durchschnitt liegt. Darüber hinaus konzentriert sich die prognostizierte Zuwanderung auf Länder wie Spanien, wo die Migrationsströme im Verlauf des Konjunkturzyklus erheblich schwanken und sich rasch umkehren können.

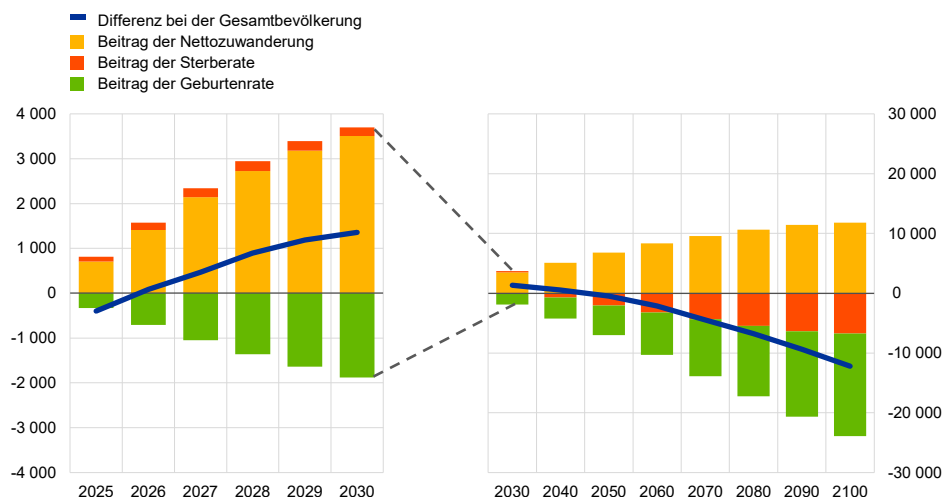
³ Hinter dem prognostizierten Rückgang der Gesamtbevölkerung verbergen sich große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Die Bevölkerung wird den Prognosen zufolge von 2025 bis 2100 in sieben Euro-Ländern wachsen, und zwar vor allem in Luxemburg (+36,4 %) und Malta (+26,0 %). Unter den 14 Ländern, für die ein Bevölkerungsrückgang in diesem Zeitraum prognostiziert wird, sind insbesondere Lettland (-34 %), Litauen (-33,4 %) und Griechenland (-30,1 %) zu nennen.

⁴ Wie in Arce et al. (2026) erläutert hat die Migration in den vergangenen Jahren generell zu einem Anstieg der Erwerbsbevölkerung im Euroraum beigetragen und das Wirtschaftswachstum gestützt. Siehe auch Consolo et al. (2026).

Abbildung B

Revisionen der Bevölkerungsaussichten für den Euroraum gegenüber EUROPOP2023

(absolute Differenz in Tsd. Personen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Revisionen entsprechen der Differenz zwischen den EUROPOP2025- und den EUROPOP2023-Bevölkerungsprognosen für die Veränderung des Bevölkerungsstands gegenüber dem 1. Januar 2025. Die linke Grafik zeigt die jährliche Differenz zwischen den beiden Prognosen bis 2030. In der rechten Grafik werden die Differenzen für die einzelnen Jahrzehnte dargestellt. Die blaue Linie markiert Revisionen des Bevölkerungsstands zum 1. Januar, einschließlich eines Prognosefehlers von rund -400 000 für den 1. Januar 2025. Die gestapelten Balken zeigen kumulierte Revisionen der Bevölkerungsveränderung bis einschließlich des jeweiligen Jahres.

Die längerfristige Bevölkerungsentwicklung im Euroraum wurde aufgrund deutlich niedrigerer Geburtenraten gegenüber den vorangegangenen EUROPOP-Prognosen nach unten revidiert.

In den EUROPOP2023-Prognosen wurde davon ausgegangen, dass die Geburtenrate wegen der Pandemie vorübergehend gesunken ist. Die jüngsten Daten weisen jedoch auf einen länger anhaltenden Rückgang hin. Die Geburtenrate im Euroraum, die sich 2024 insgesamt auf 1,33 Kinder je Frau belief, dürfte bis 2026 weiter zurückgehen. Wie bereits in vorhergehenden Runden prognostiziert, wird sich die Geburtenrate auch gemäß EUROPOP2025 im gesamten Prognosezeitraum erholen, wobei sie dann allerdings ein niedrigeres Niveau aufweisen dürfte. Diese Abwärtsrevision basiert auf bestimmten Annahmen zur länderübergreifenden Konvergenz.⁵ Sie lässt sich aber auch mit verschiedenen sozioökonomischen Faktoren erklären, die weltweit Einfluss auf die Geburtenraten haben. Einige dieser Faktoren dürften sich in naher Zukunft nicht ändern. Dazu zählen der höhere Bildungsgrad und die stärkere wirtschaftliche Unabhängigkeit von Frauen (Kim, 2026), der Mangel an Wohnraum (Li, 2024) sowie die unterschiedlichen politischen Ansichten von jungen Männern und Frauen (Milosav et al., 2026), die die Suche nach geeigneten Partnern möglicherweise erschweren.

Die jüngste Revision der Geburtenrate war die stärkste, die seit der ersten EUROPOP-Runde im Jahr 2008 jemals erfolgt ist (siehe Abbildung C).

Die Europäische Kommission hat die Geburtenraten in den einzelnen EUROPOP-

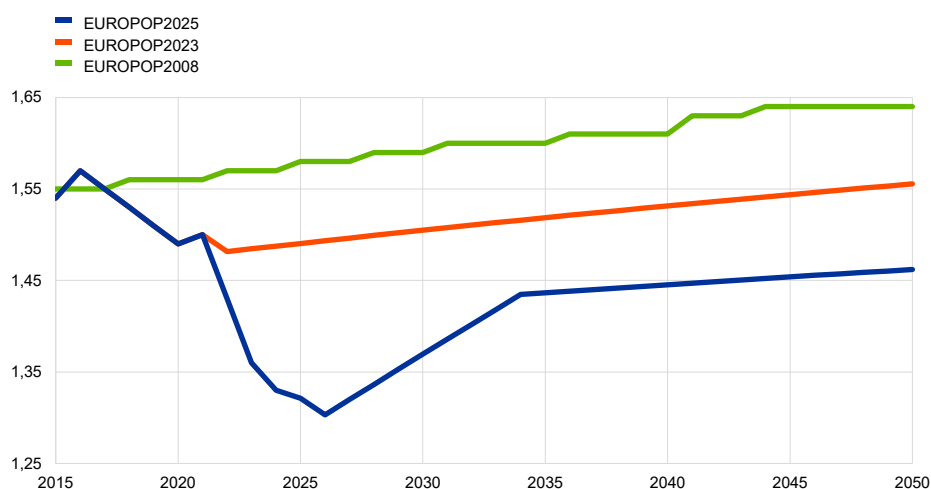
⁵ Der Rückgang der Geburtenrate in den Jahren 2025 und 2026 basiert auf der Anzahl der Lebendgeburten im ersten Halbjahr 2025.

Runden sukzessive nach unten korrigiert. Allerdings ist die Revision der Geburtenrate gegenüber EUROPOP2023 in einem Umfang erfolgt, den alle vorgegangenen Revisionen seit 2008 – dem Jahr, in dem die Bevölkerungsprognosen in ihrem aktuellen Format erstmals veröffentlicht wurden – zusammengenommen aufweisen. Im Vergleich zu EUROPOP2008 wurden bzw. werden den aktuellen Prognosen zufolge im Zeitraum von 2020 bis 2050 13 Millionen weniger Kinder geboren. Auch die Abwärtsrevision gegenüber den EUROPOP2023-Prognosen war mit -5,7 Millionen beträchtlich. Zusammen mit der moderaten Aufwärtsrevision der Sterberaten, die bis 2024 noch nicht wieder ganz auf ihr Vorpandemieniveau zurückgekehrt waren, gleicht dies die stärkere Nettozuwanderung bis 2050 vollständig aus. Der für die zweite Hälfte des Jahrhunderts prognostizierte Bevölkerungsrückgang ist stärker ausgeprägt als in den EUROPOP2023-Prognosen, und dies trotz der Annahme, dass sich die Geburtenrate von 1,46 Kindern je Frau im Jahr 2050 bis 2100 auf 1,53 Kinder weiter erholen wird. Damit wird die Bevölkerungszahl im Jahr 2100 um 12 Millionen unter dem EUROPOP2023-Wert liegen. Zu diesem Rückgang tragen vor allem Deutschland (-9,4 Millionen) und Italien (-5,4 Millionen) bei. Spanien, dessen Bevölkerungszahl 2100 höher ausfallen dürfte als in Italien, gleicht die Entwicklung mit einem Anstieg von 4,6 Millionen nur teilweise aus. Die stärksten Abwärtsrevisionen sind in der Altersgruppe 0-14 Jahre zu beobachten. Aber auch die Bevölkerung im Erwerbsalter dürfte 2100 7 Millionen weniger Personen aufweisen als im Rahmen von EUROPOP2023 prognostiziert. Mit 175 Millionen Menschen liegt sie dann deutlich unter dem aktuellen Niveau von 228 Millionen. Sollten jedoch künftige Rentenreformen zu einer höheren Erwerbsbeteiligung führen, könnte das Potenzialwachstum durch diesen Rückgang weniger stark belastet werden.

Abbildung C

Prognosen für die Geburtenraten im Euroraum in verschiedenen EUROPOP-Runden

(Lebendgeburten je Frau)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Geburtenrate ist definiert als die durchschnittliche Anzahl von Kindern, die eine Frau im Laufe ihres Lebens zur Welt bringt.

In Anbetracht des jüngsten demografischen Ausblicks dürfte sich der durch die Bevölkerungsalterung entstehende Kostendruck auf die öffentlichen Finanzen zunächst abschwächen, zu einem späteren Zeitpunkt aber wieder verstärken. Aus dem Bericht der Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung 2024 geht hervor, dass sich die alterungsbedingten Ausgaben im Euroraum – also die Staatsausgaben für Altersversorgung, Gesundheit, Pflege und Bildung – im Basisszenario um 1,3 Prozentpunkte erhöhen und im Jahr 2050 bei 26,4 % des BIP liegen dürften. Dies ist vor allem auf steigende Ausgaben für Altersversorgung und Pflege sowie in geringerem Maße für Gesundheit zurückzuführen. Die Bildungsausgaben dürften angesichts der niedrigen Geburtenraten sinken. Den EUROPOP2025-Prognosen zufolge wird sich der Altenquotient gegenüber EUROPOP2023 verringern. Ursächlich hierfür sind die günstigeren demografischen Aussichten für den Zeitraum bis etwa 2050, die sich aus der höheren Nettozuwanderung ergeben. Damit wird der Druck auf die alterungsbedingten Ausgaben etwas nachlassen, bis diese Bevölkerungsgruppe mit Migrationshintergrund in den Ruhestand geht. Allerdings besteht eine große Unsicherheit darüber, wie lange die Nettozuwanderung anhalten wird. So könnte die Lösung von Konflikten zu einer Umkehr der Migrationsströme führen. Zugleich gehen die Bevölkerungszahlen aufgrund der niedrigeren Geburtenraten zurück. Die Entwicklung der Geburtenraten ist dabei stärker strukturell geprägt als die Nettozuwanderung. Niedrigere Geburtenraten haben zur Folge, dass kleinere Kohorten in den Arbeitsmarkt eintreten, was wiederum den Altenquotienten erhöht und damit die Alterssicherungssysteme finanziell belastet. Daher sollte die Tatsache, dass verglichen mit den EUROPOP2023-Prognosen für den Zeitraum bis 2050 mit einer positiveren Bevölkerungsentwicklung gerechnet wird, nicht zu Sorglosigkeit hinsichtlich der Notwendigkeit von Rentenreformen führen.

Insgesamt stellt die schrumpfende und alternde Bevölkerung die Euro-Länder weiterhin vor erhebliche wirtschaftliche Herausforderungen. Arbeitsmarkt- und Rentenreformen sollten auf eine Erhöhung der Erwerbsbeteiligung ausgerichtet sein. Aufgrund höherer alterungsbedingter Ausgaben und einer geringeren Steuerbasis in der Bevölkerung im Erwerbsalter dürften die öffentlichen Finanzen zunehmend unter Druck geraten.⁶ So sollten Länder, deren Haushaltslage bereits angespannt ist, davon absehen, frühere Rentenreformen zurückzunehmen, die zu einer höheren Tragfähigkeit ihrer Rentensysteme beigetragen haben. Der alterungsbedingte Kostenanstieg ließe sich besser bewältigen, wenn die durch die Pandemie und die Energiekrise dezimierten Finanzpolster wiederaufgebaut und die öffentlichen Haushalte wachstumsfreundlicher ausgestaltet würden.

Literaturverzeichnis

Arce, Ó., Consolo, A., Dias da Silva, A. und Weissler, M. (2025), [Foreign workers: a lever for economic growth](#), Der EZB-Blog, 8. Mai.

⁶ Siehe auch Bodnár und Nerlich (2022).

Bodnár, K. und Nerlich, C. (2022), [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 296, Juni.

Consolo, A., Dias da Silva, A., Furbach, N. und Gomez-Salvador, R. (2026), [Welche Faktoren beeinflussen die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum?](#), EZB, Wirtschaftsbericht 3/2026.

Europäische Kommission (2024), [2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#), Institutional Paper, Nr. 279, April.

Europäische Kommission (2026), [Population projections in the EU](#).

Kim, J. (2023), [Female education and its impact on fertility](#), IZA World of Labor.

Li, W. (2024), Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012, *Labour Economics*, Bd. 90, Oktober.

Milosav, Đ., Dickson, Z., Hobolt, S. B., Klüver, H., Kuhn, T. und Rodon, T. (2026), [The youth gender gap in support for the far right](#), *Journal of European Public Policy*, Bd. 33, Ausgabe 2, S. 444-468.

Uneinheitliche Weitergabe der Großhandelspreise für Gas und Strom an die Endkundenpreise

Friderike Kuik, Eliza Lis und Johannes Schäfer

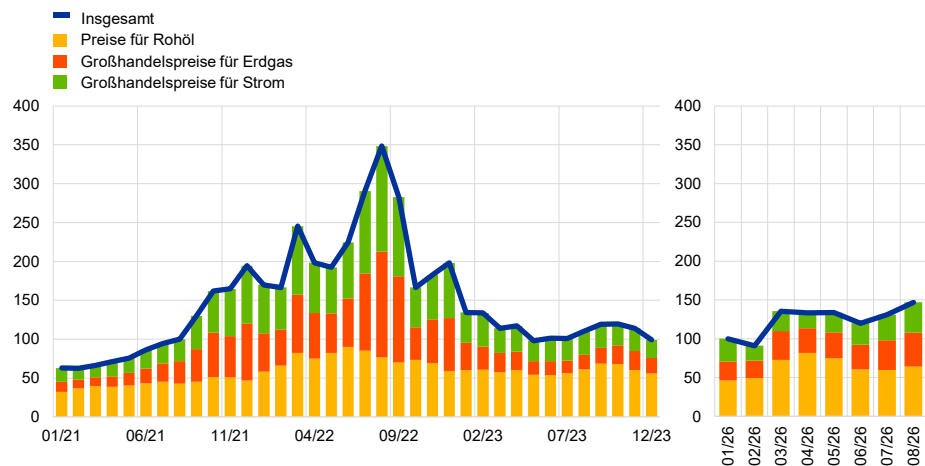
Der starke Anstieg der Energiepreise in der ersten Jahreshälfte 2026 weckte Erinnerungen an den Energiepreisschock 2021–2022. Der Schock im Jahr 2026 unterscheidet sich jedoch davon in vielerlei Hinsicht. Bislang ist der

Energiepreisschock 2026 weniger massiv ausgefallen, und die Großhandelspreise für Erdgas und Strom haben sich im Vergleich zur letzten Energiekrise nicht so stark erhöht (siehe Abbildung A).¹ In der Regel werden die Großhandelspreise für Strom erheblich von den Großhandelspreisen für Gas beeinflusst, da die Gaspreise die Grenzkosten für Strom bestimmen. Dieser Einfluss wurde dieses Mal jedoch durch eine Verlagerung hin zu Strom aus erneuerbaren Energien abgemildert. Zudem hat sich die Art und Weise verändert, wie die Großhandelspreise für Gas und Strom auf die Endkundenpreise durchwirken. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie Veränderungen der Großhandelspreise für Gas an die Verbraucher weitergegeben werden; der Schwerpunkt liegt dabei auf den Auswirkungen auf die Großhandelspreise für Strom und die Preissetzung für Gas und Strom an den Endkundenmärkten.²

Abbildung A

Gesamtenergiekostenindex im Euroraum

(Index)



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

Anmerkung: Die Großhandelspreise für Erdgas basieren auf den niederländischen TTF-Gaspreisen. Die Preise für Rohöl (in EUR/Barrel), die Großhandelspreise für Erdgas (in EUR/MWh) und die Großhandelspreise für Strom (in EUR/MWh) sind auf August 2021 = 100 bzw. Januar 2026 = 100 indiziert und werden anschließend aggregiert. Die Aggregationsgewichte für den Gesamtenergiekostenindex basieren auf dem jeweiligen Beitrag von Öl, Gas und Strom zum Endenergieverbrauch in der EU. Grundlage sind die Daten bis einschließlich 2024; die Gewichte werden anschließend unverändert beibehalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2026.

Der Druck auf die Strompreise ist im Jahr 2026 geringer als im Zeitraum 2021–2022. Teilweise ist dies auf die höheren Anteile von Strom aus erneuerbaren

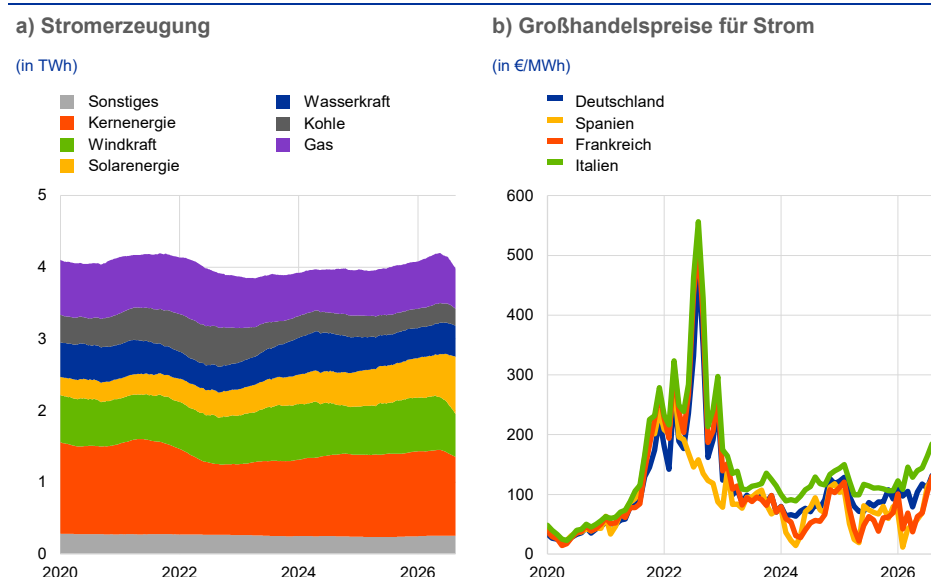
¹ Siehe auch Europäische Zentralbank (2026) und Demuth et al. (2026).

² Kuik et al. (2026) analysieren, wie Rohölpreise auf Verbraucherpreise für Kraftstoffe durchwirken.

Energien zurückzuführen. Im Zeitraum 2021–2022 wurde die Wasserkrafterzeugung durch Dürren beeinträchtigt. Zudem fanden bei zahlreichen französischen Kernkraftwerken Wartungsarbeiten statt. In einer Zeit, als die Gaslieferungen nach dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine drastisch reduziert wurden, führte dies dazu, dass die Stromerzeugung in ganz Europa erheblich von Gas abhängig war (siehe Abbildung B, Grafik a).³ Im Jahr 2026 ist der Druck am Gasmarkt bislang vergleichsweise niedriger.⁴ Darüber hinaus haben viele Länder ihre CO₂-arme Stromerzeugung insbesondere durch erneuerbare Energien erhöht (siehe Abbildung B, Grafik a). Infolgedessen stiegen die Großhandelspreise für Strom im Jahr 2026 moderater an als in den Jahren 2021 bis 2022. Zudem entwickeln sie sich seit dem Energiepreisschock 2021–2022 in den einzelnen europäischen Märkten auseinander (siehe Abbildung B, Grafik b).

Abbildung B

Aggregierte Stromerzeugung und Großhandelspreise für Strom in den Euro-Ländern



Quellen: Europäisches Netz der Übertragungsnetzbetreiber (Strom), LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a basieren die Daten auf einem zentrierten gleitenden 365-Tage-Durchschnitt der Summe der täglichen Stromerzeugung in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien. „Sonstiges“ umfasst Strom aus verschiedenen kleineren Energiequellen, darunter Biomasse, Geothermie, andere erneuerbare Energien, Öl, Ölschiefer, Torf und Abfälle. In Grafik b basieren die Daten auf Monatsdurchschnitten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. August 2026 (Grafik a) bzw. August 2026 (Grafik b).

Der Effekt steigender Stromanteile aus erneuerbaren Energien auf die Großhandelspreise für Strom ist negativ, nichtlinear und fällt in den einzelnen Ländern unterschiedlich aus (siehe Abbildung C). Gleichzeitig bestehen erhebliche nationale Unterschiede bezogen auf die Kapazität und die Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien.⁵ Zusammengenommen können diese Faktoren zu uneinheitlichen Preisentwicklungen führen. In Spanien ist der Anteil des aus erneuerbaren Energien erzeugten Stroms am höchsten; dort ist auch die Anzahl der

³ Siehe Kuik et al. (2022).

⁴ Siehe Demuth et al. (2026).

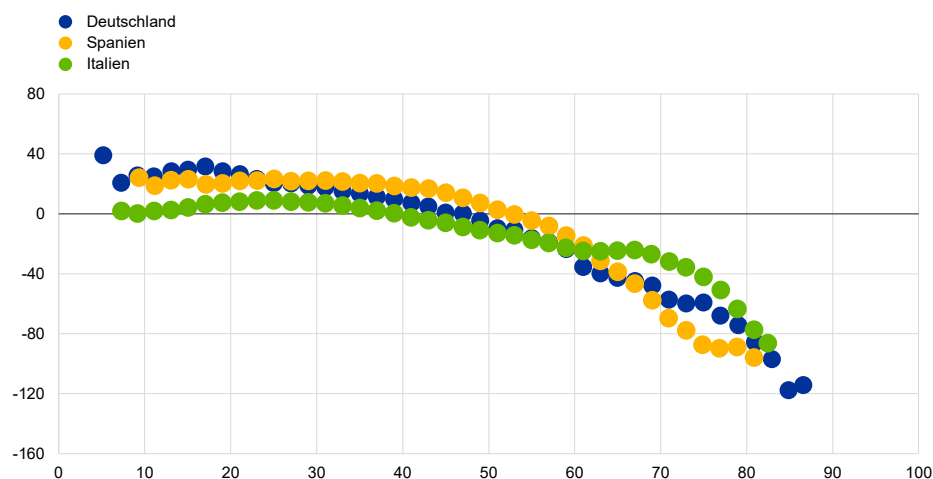
⁵ Siehe Europäische Kommission (2026). Eine Erläuterung der allgemeinen politischen Überlegungen zur Erreichung der Ziele der EU für Energiesicherheit und Klimaneutralität findet sich in Grynberg et al. (2026).

Stunden, in denen die Strompreise durch die Gaspreise bestimmt werden, durchweg niedriger und hat sich im Laufe der Jahre deutlich verringert (siehe Abbildung D). Ähnliche Entwicklungen zeigen sich in Frankreich, wo Strom-Mix und Preissetzung oftmals von der Kernenergie dominiert werden. In Italien werden die Preise für Strom hingegen immer noch häufig durch die Gaspreise bestimmt.

Abbildung C

Großhandelspreise für Strom und Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien

(x-Achse: Anteil der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien in %, y-Achse: Abweichung vom erwarteten Preis in %)



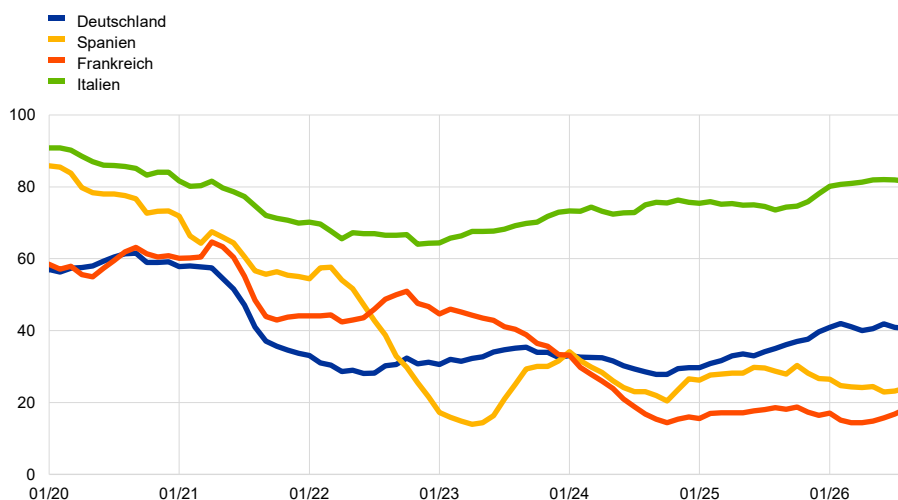
Quellen: Europäisches Netz der Übertragungsnetzbetreiber (Strom), LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Basierend auf Quintana (2024) werden die Großhandelspreise für Strom zur Lieferung am Folgetag (Day-Ahead-Preise) auf die Preise für Erdgas und für Zertifikate im EU-Emissionshandelssystem regressiert. Die Regressionsresiduen erfassen die Abweichung von dem Preis, der zu erwarten wäre, wenn Gaskraftwerke die preissetzende Technologie wären. Sie spiegeln damit vor allem die Bedeutung anderer Erzeugungstechnologien für die Preisbildung wider. Die Residuen werden innerhalb von Klassen des entsprechenden Anteils erneuerbarer Energien von 2 Prozentpunkten aggregiert. Frankreich wird nicht berücksichtigt, da die Kernenergie sowohl in Bezug auf den Anteil an der Stromerzeugung als auch auf die Preissetzung eine unverhältnismäßig große Rolle spielt. Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum ab dem Jahr 2015. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2026. Spanien ist in den Daten für den Zeitraum von Juni 2022 bis Februar 2023 nicht enthalten, da die sogenannte „iberische Ausnahme“ galt. Dabei handelte es sich um eine politische Maßnahme, mit der die Großhandelspreise für Strom von den Gaspreisen entkoppelt wurden.

Abbildung D

Stunden, in denen Gas den Strompreis bestimmt

(Durchschnittlicher prozentualer Anteil der Stunden innerhalb eines Monats, zentrierter gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quellen: Europäisches Netz der Übertragungsnetzbetreiber (Strom), LSEG und EZB-Berechnungen.

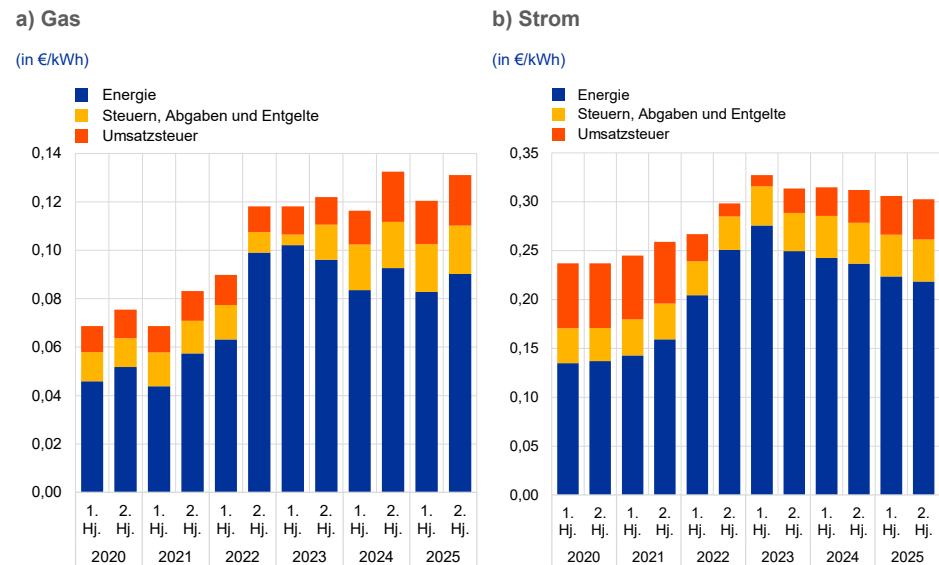
Anmerkung: Der Strompreis in einer bestimmten Stunde wird als durch Gaskraftwerke preisbestimmt eingestuft, wenn der stündliche Großhandelspreis für Strom mindestens so hoch ist wie die kurzfristigen Grenzkosten der erdgasbasierten Stromerzeugung. Diese Kosten für Strom aus Gaskraft werden auf Grundlage des täglichen Großhandelspreises für Erdgas und des täglichen Preises für EU-Emissionszertifikate ermittelt. Unterstellt wird dabei eine Stromerzeugung von 1 MWh je 2 MWh Gas sowie ein Emissionsfaktor von 0,4 Tonnen CO₂ je 1 MWh aus Gas erzeugtem Strom. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2026.

Das Durchwirken der Großhandelspreise für Gas und Strom auf die anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessenen Teuerungsraten von Gas und Strom hängt von den Mechanismen der Preissetzung für Endkunden und der Preiszusammensetzung ab. Endkundenpreise können reguliert oder marktbasiert sein und in beiden Sektoren flexibel oder in festen Intervallen angepasst werden. Die Weitergabe erfolgt am schnellsten, wenn die Preise marktbasiert sind und flexibel angepasst werden. Relativ langsam veränderliche Steuern und Abgaben dämpfen die Transmission von Veränderungen der Großhandelspreise für Energie auf die am HVPI gemessene Teuerung bei Gas und Strom. Im Jahr 2025 machten Steuern und Abgaben im Schnitt 31 % der Gas- bzw. 27 % der Strompreise aus (siehe Abbildung E).⁶ Die Weitergabe kann auch von der Dauer des Energiepreisschubs abhängen. In Ländern beispielsweise, in denen Energieversorger Strom und Gas Jahre im Voraus am Terminmarkt kaufen und ihren Kunden längerfristige Verträge anbieten, hat ein kurzlebiger Anstieg der Großhandelspreise möglicherweise nur begrenzte Auswirkungen auf die Verbraucher.

⁶ Auch die Zusammensetzung der HVPI-Preisindizes für Gas und Strom spielt eine Rolle dabei, wie schnell und in welchem Ausmaß sich Veränderungen der Endkundenpreise im HVPI niederschlagen. Bis 2023 wurde in einigen Ländern nur ein Teil der bestehenden Verträge im HVPI erfasst (z. B. nur Neuverträge). Dadurch war der HVPI nicht vollständig repräsentativ für die tatsächlichen Kosten, mit denen sich private Haushalte in Zeiten hoher Schwankungen der Großhandelspreise konfrontiert sahen. Nach Anpassungen der Methodik werden nun verschiedene Vertragsformen repräsentativ einbezogen.

Abbildung E

Zusammensetzung der Endkundenpreise im Euroraum



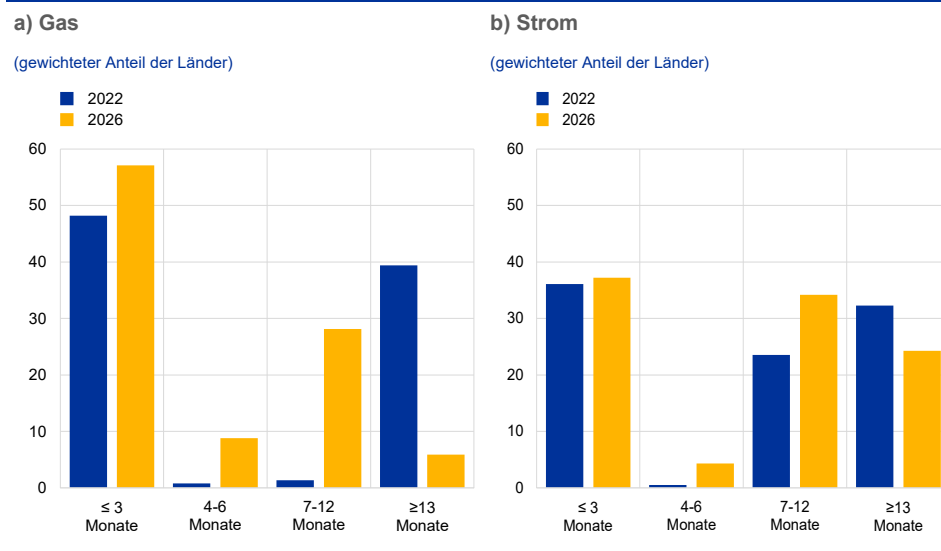
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die ausgewiesenen Endkundenpreise gelten für Verbraucher in den mittleren Verbrauchsklassen von 20–199 GJ für Gas bzw. 2 000–4 999 kWh für Strom. Die aggregierten Daten für die Länder des Euroraums werden anhand von HVPI-Gewichten berechnet, die auf dem jeweiligen Anteil der einzelnen Länder am Gas- und Stromverbrauch im Euroraum beruhen.

Das Durchwirken der Großhandelspreise auf die Endkundenpreise hat sich bei den Gaspreisen insgesamt zwar beschleunigt, das allgemeine Muster einer verzögerten und uneinheitlichen Transmission bleibt jedoch sowohl bei den Gas- als auch bei den Strompreisen bestehen (siehe Abbildung F). In mehreren Ländern des Euroraums sind die Endkundenmärkte für Strom und Gas zunehmend liberalisiert worden. Durch neue Vertragsformen wird tendenziell die Laufzeit befristeter Verträge verkürzt oder es werden flexiblere Tarife eingeführt. Diese Tarife sind oftmals enger mit Großhandelspreisen verknüpft, weshalb Endkundenpreise häufiger geändert werden. Eine im Jahr 2026 durchgeführte Umfrage unter nationalen Zentralbanken des Eurosystems ergab, dass Veränderungen der Großhandelspreise für Gas in mehr als der Hälfte des Euroraums innerhalb von 1–3 Monaten durchwirken dürften. In rund einem Zehntel des Euroraums dürften sie sich innerhalb von 4–6 Monaten und in rund einem Drittel des Euroraums innerhalb von 7–12 Monaten in der HVPI-Teuerungsrate für Gas niederschlagen. Dabei liegen sämtliche Anteile über den entsprechenden Werten von 2022. So ist der Anteil der Länder, die ein langsames Durchwirken innerhalb von 13–24 Monaten meldeten, seit 2022 von rund 40 % auf rund 5 % gesunken. Die Weitergabe an die Strompreise ist breiter verteilt (zwischen weniger als einem Monat und bis zu zwei Jahren) und liegt den Schätzungen zufolge in etwa auf dem Niveau des Jahres 2022.

Abbildung F

Durchwirken von Veränderungen der Großhandelspreise auf die HVPI-
Teuerungsrate für Gas und Strom in den Euro-Ländern



Quelle: EZB.

Anmerkung: Basierend auf einer Umfrage unter nationalen Zentralbanken des Eurosystems. Die Antworten sind nach dem Beitrag der einzelnen Länder zur HVPI-Teuerungsrate für Gas und Strom im Euroraum gewichtet.

Seit dem Energiepreisschock 2021–2022 haben sich mehrere strukturelle Merkmale herausgebildet und die Transmission der Großhandelspreise für Gas auf die Endkundenpreise verändert.

Der zunehmende Anteil erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung hat den mechanischen Zusammenhang zwischen den Großhandelspreisen für Gas und Strom abgeschwächt. Veränderungen der Großhandelspreise schlagen sich nun schneller in der am HVPI gemessenen Teuerung bei Gas nieder. Neben Verbesserungen bei den HVPI-Preisindizes für Strom und Gas, die die Kosten für Verbraucher besser abbilden, deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass sich Verschiebungen der Großhandelspreise für Gas etwas schneller als in der Vergangenheit auf die HVPI-Teuerungsrate für Gas auswirken könnten. Für die HVPI-Teuerungsrate für Strom dürfte dieser Effekt jedoch von geringerer Intensität sein. In beiden Fällen gibt es aber weiterhin Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Angebot und Nachfrage auf dem Energiemarkt werden nach wie vor vom Konflikt im Nahen Osten beeinflusst, doch auch die Extremwetterereignisse im Sommer spielen eine Rolle. Die Entwicklung der Großhandelspreise für Energie muss demnach genau beobachtet werden, da deren Durchwirken auf die Verbraucherpreise weiterhin eine wichtige Ursache für die kurzfristige Volatilität der HVPI-Inflation darstellt.

Literaturverzeichnis

Demuth, L., Manu, A. und Stalla-Bourdillon, A. (2026), [Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected](#), Der EZB-Blog, 27. Juli.

Europäische Kommission (2026), [EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system](#), Frühjahrsprognose 2026, 26. Mai.

Europäische Zentralbank (2026), [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2026.

Grynberg, C., Vinci, F. und De Sanctis, A. (2026), [Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union](#), Occasional Papers Series der EZB, Nr. 388.

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

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. und Porqueddu, M. (2026), [From well to pump: how fuel prices are formed](#), Der EZB-Blog, 31. Juli.

Quintana, J. (2024), [The impact of renewable energies on wholesale electricity prices](#), Economic Bulletin, 2024/Q3, Banco de España, 4. September.

Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten aus der Perspektive des Macro-Finance Financial Conditions Index

Tilman Bletzinger, Giulia Martorana und Jakub Mistak

Verschieben sich die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich des geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten, so kann dies die weltweiten Finanzierungsbedingungen beeinflussen. Dabei kann es auch zu Übertragungseffekten auf den Euroraum kommen. Vor dem Hintergrund erhöhter geopolitischer Risiken und unsicherer Konjunkturaussichten wurden die Markterwartungen zu den US-Leitzinsen über die Sommermonate deutlich sowohl in die eine als auch in die andere Richtung revidiert. Da diese Risiken und die Unsicherheit fortbestehen, unterliegen die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten und in anderen Industrieländern nach wie vor weiteren Neubewertungen. Mit Blick auf die Vereinigten Staaten dürften sich die Auswirkungen solcher geldpolitischen Neubewertungen nicht auf die Binnenwirtschaft beschränken. Ein Großteil der empirischen Literatur kommt zu dem Ergebnis, dass geldpolitische Schocks in den USA erheblich auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum durchwirken.¹

Um diese Übertragungseffekte näher zu beleuchten, wird der ursprünglich für den Euroraum entwickelte Macro-Finance Financial Conditions Index (FCI) in diesem Kasten auf die Vereinigten Staaten ausgeweitet. Der Ansatz weist mehrere Merkmale auf, die auf die USA übertragen werden können.² Der FCI wird mithilfe eines vektorautoregressiven Modells (VAR-Modell) geschätzt, um die in einer Reihe von Finanzmarktpreisen enthaltenen Informationen in einem einzigen Index zusammenzufassen, der für die gesamtwirtschaftliche Dynamik relevant ist.³ Er enthält finanzielle Variablen mit minimaler Transformation und wird in Einheiten und einer Skala ausgedrückt, die mit denen eines Leitzinses vergleichbar sind. In die Spezifikation für die Vereinigten Staaten fließen die folgenden Messgrößen ein: der effektive Zielzinssatz für Tagesgeld (Federal Funds Rate), die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen, der reale zweijährige Terminzinssatz in einem Jahr und der reale fünfjährige Kassakurs von Staatsanleihen, der Zinsabstand von Hypothekarkrediten und der Renditeabstand von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen, das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien und der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollar.

¹ Siehe beispielsweise Ca' Zorzi et al. (2023).

² Einzelheiten zur Methodik und die Spezifikation für den Euroraum finden sich in: Bletzinger et al. (2026).

³ Der FCI wird zusammen mit dem VAR-Modell anhand von monatlichen Daten von Januar 1999 bis Dezember 2025 geschätzt. Die Inflation fließt als Lücke zwischen der am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessenen jährlichen Teuerung und dem Inflationsziel der US-Notenbank von 2 % in die Betrachtung ein. Die Wirtschaftsleistung wird als Abweichung vom Produktionspotenzial bei der Schätzung berücksichtigt.

Die geschätzten Koeffizienten deuten darauf hin, dass die Zinsen eine maßgebliche Rolle spielen; die Beiträge von Kreditzinsabständen und Aktienbewertungen fallen dagegen geringer aus (siehe Abbildung A, Grafik a).

Der effektive Zielzinssatz für Tagesgeld weist den höchsten Koeffizienten auf (0,63), gefolgt von den beiden realen Zinssätzen (jeweils rund 0,45) und der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (rund 0,40). Der Zinsabstand von Hypothekarkrediten sowie der Renditeabstand von Unternehmensanleihen fließen mit geringeren Koeffizienten in die Berechnung ein (jeweils rund 0,11); sie erfassen die Risikoprämien und Kreditkosten für private Haushalte und Unternehmen. Das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis weist einen negativen Koeffizienten auf, das heißt, höhere Aktienbewertungen implizieren lockerere Finanzierungsbedingungen. Auf den Wechselkurs des US-Dollar entfällt das kleinste positive Gewicht. Darin kommen die vergleichsweise geringe Handelsoffenheit der US-Wirtschaft und die Rolle des US-Dollar als Weltwährung zum Ausdruck.⁴

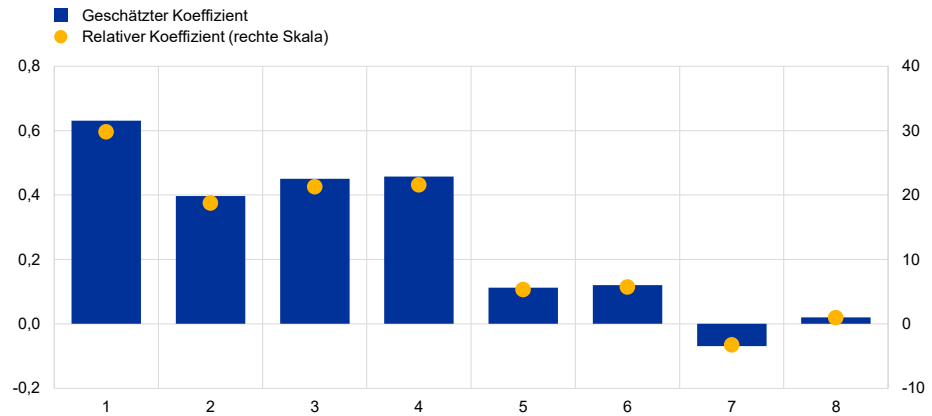
⁴ Wie beim Macro-Finance FCI für den Euroraum werden die Koeffizienten so normiert, dass die Summe ihrer Quadrate gleich 1 ist.

Abbildung A

Der Macro-Finance FCI für die Vereinigten Staaten

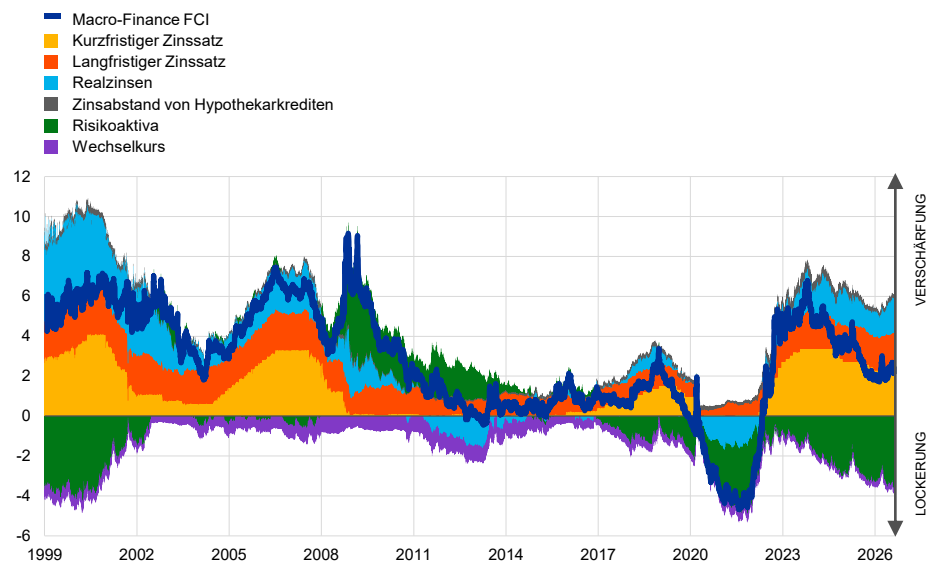
a) FCI-Koeffizienten

(Koeffizienten)



b) Der Macro-Finance FCI für die Vereinigten Staaten und seine Aufschlüsselung

(Index)



Quellen: LSEG, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a zeigen die blauen Balken die geschätzten Koeffizienten der Variablen, die in den Macro-Finance FCI für die Vereinigten Staaten einfließen. Die gelben Punkte stehen für dieselben Koeffizienten, normiert auf die Summe von 100. Die FCI-Koeffizienten sind: 1) der effektive Zielzinssatz für Tagesgeld, 2) der zehnjährige Zinssatz, 3) der reale zweijährige Zinssatz in einem Jahr, 4) der reale Zinssatz in fünf Jahren, 5) der Zinsabstand von Hypothekarkrediten mit 30-jähriger Laufzeit, 6) der Renditeabstand von Unternehmensanleihen, 7) das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis und 8) der Wechselkurs. In Grafik b wird der Index wie folgt aufgeschlüsselt: „kurzfristiger Zinssatz“ (effektiver Zielzinssatz für Tagesgeld), „langfristiger Zinssatz“ (Rendite zehnjähriger Staatsanleihen), „Realzinsen“ (realer zweijähriger Terminzinssatz in einem Jahr und realer fünfjähriger Kassakurs von Staatsanleihen), „Zinsabstand von Hypothekarkrediten“ (Zinssatz für Hypothekarkredite mit einer Laufzeit von 30 Jahren abzüglich der Rendite 30-jähriger Staatsanleihen), „Risikoaktiva“ (Renditeabstand von Unternehmensanleihen mit A-Rating zur Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen und konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) und „Wechselkurs“ (nominaler effektiver Wechselkurs des US-Dollar). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. August 2026.

Der Macro-Finance FCI für die Vereinigten Staaten erfasst die wichtigsten wirtschaftlichen und finanziellen Phasen in den USA seit 1999 (siehe

Abbildung A, Grafik b). Der Index verschärfte sich während der

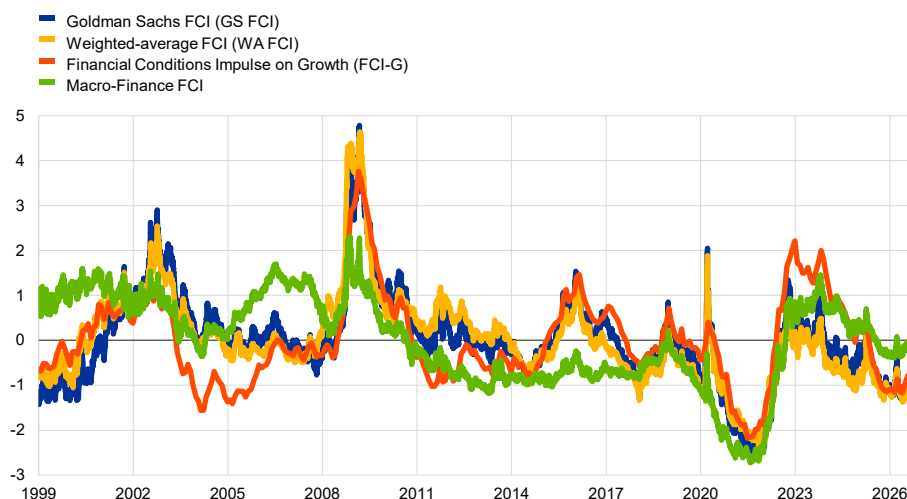
Zinserhöhungsphase der US-Notenbank von 1999 bis 2001 beständig und erreichte während der globalen Finanzkrise sein Allzeithoch mit einer durch Risikoaktiva

bedingten Verschärfung. Im Zeitraum von 2010 bis 2014 war er stabil. Damals lag der Zielzinssatz für Tagesgeld nahe der effektiven Zinsuntergrenze. Nach der geldpolitischen Lockerung im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie sank der Index im August 2021 auf den niedrigsten Stand. Die stärkste Verschärfung im Beobachtungszeitraum war während der Zinserhöhungsphase 2022-2024 zu verzeichnen. Im Jahresverlauf 2025 lockerten sich die Finanzierungsbedingungen dann, da die US-Notenbank damit begann, die Leitzinsen zu senken. Nach dem Ausbruch des Nahostkriegs verschärfen sich die Finanzierungsbedingungen allerdings wieder. Der Index bewegt sich weitgehend parallel zu etablierten US-Referenzwerten, insbesondere in Stressphasen an den Finanzmärkten; zeitweise entwickelt er sich aber auch gegenläufig, weil die Referenzwerte stärker von der Entwicklung der Aktienkurse abhängen (siehe Abbildung B).⁵

Abbildung B

Der Macro-Finance FCI für die Vereinigten Staaten und andere US-FCIs

(Indizes)



Quellen: LSEG, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Alle FCIs wurden zu Z-Scores normiert. Die jüngsten Angaben für den FCI-G beziehen sich auf Juli 2026. Bei allen anderen Indizes beziehen sich die Angaben auf den 28. August 2026.

Die Macro-Finance FCIs für die USA und den Euroraum weisen einen weitgehend synchronen Verlauf auf, wobei sich die Korrelation zwischen den Finanzierungsbedingungen in den USA und im Euroraum in erster Linie durch Risikoaktiva erklären lässt. Abbildung C zeigt die beiden Indizes in Bezug auf die Lücken gegenüber ihren – mithilfe des Modells ermittelten – unbedingten Mittelwerten.⁶ Null entspricht dabei den finanziellen Bedingungen, bei denen die Inflation mit ihrem Zielwert und die Produktion mit ihrem Potenzialwachstum in den entsprechenden VAR-Modellen übereinstimmt. Hierdurch sind die Indizes weitgehend vergleichbar. In Abbildung D wird dieser Gleichlauf durch die rollierende Korrelation zwischen den beiden Indizes dargestellt. Dabei findet eine Zerlegung in die einzelnen Beiträge der Hauptkanäle statt. Die Korrelation bleibt über die gesamte

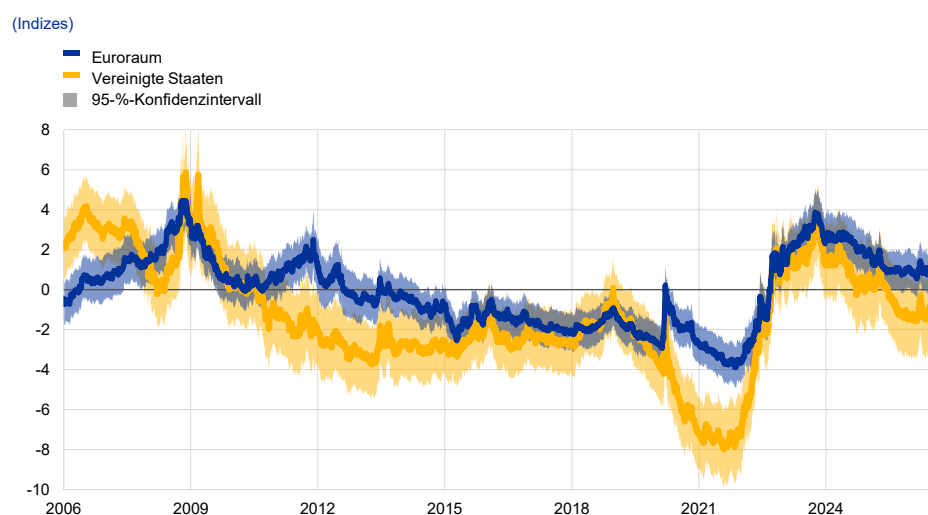
⁵ Siehe Hatzius et al. (2017), Arrigoni et al. (2022) sowie Ajello et al. (2023).

⁶ Der anhand des VAR-Modells ermittelte unbedingte Mittelwert stellt analog zum FCI*-Konzept von Caballero et al. (2025) einen Referenzwert dar, allerdings mit der Einschränkung, dass dieser im Zeitverlauf konstant ist.

Stichprobe hinweg positiv und nimmt in globalen Stressphasen zu. Dies war beispielsweise in der Zeit nach der globalen Finanzkrise und in der Pandemie zu beobachten. Hauptübertragungskanal zwischen den beiden Indizes sind die Risikoaktiva. Die Beiträge der realen und der langfristigen Zinssätze sind dagegen geringer, aber insbesondere zwischen 2022 und 2025 anhaltend positiv. Zu jener Zeit reagierten die US-Notenbank und die EZB weitgehend ähnlich auf den allgemeinen Inflationsschock. Indessen verringert der Wechselkurskanal die Korrelation zwischen den FCIs für die Vereinigten Staaten und den Euroraum in jenen Phasen, in denen die Geldpolitik der EZB und der US-Notenbank auseinanderlaufen.

Abbildung C

Lücken der Macro-Finance FCIs für die Vereinigten Staaten und für den Euroraum



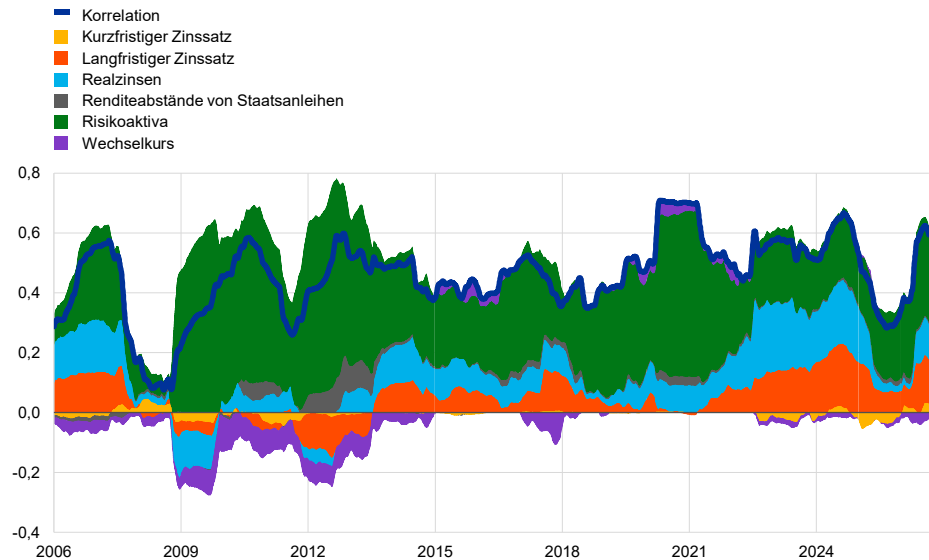
Quellen: LSEG, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Macro-Finance FCIs werden als Lücke gegenüber ihren unbedingten Mittelwerten dargestellt. Beim unbedingten Mittelwert handelt es sich um den Wert, bei dem die Inflation ihrem Zielwert und die Produktion ihrem Potenzialwachstum entspricht. Die schattierten Bereiche spiegeln die Unsicherheit bei der Parameterschätzung wider. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. August 2026.

Abbildung D

Zeitvariable Korrelation zwischen den Finanzierungsbedingungen in den USA und im Euroraum aufgeschlüsselt nach Kanälen

(Korrelationskoeffizienten)



Quellen: LSEG, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die rollierende Korrelation zwischen den Veränderungen der Macro-Finance FCIs für die Vereinigten Staaten und für den Euroraum über einen Zeitraum von fünf Handelstagen. Die Veränderungen werden über ein gleitendes Zeitfenster von 252 Handelstagen berechnet, in die Beiträge aus den verschiedenen Kanälen des Euroraums zerlegt und als farbige Flächen dargestellt. Die Stichprobe beginnt am 5. Januar 2006. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. August 2026.

Werden die US-Leitzinsen unerwartet geändert, so wirkt sich dies erheblich auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum aus. Die Übertragung findet dabei vor allem über die Risikoaktiva statt. Abbildung E zeigt die geschätzten eintägigen Reaktionen der FCIs für die Vereinigten Staaten und den Euroraum, wenn die Leitzinsen in beiden Ländern unerwartet um 25 Basispunkte angehoben werden.⁷ Ein Schock, der von einer geldpolitischen Straffung der US-Notenbank herrührt, erhöht den FCI sowohl in den USA als auch im Euroraum, wenngleich der Anstieg im Euroraum geringer ausfällt. Der Übertragungseffekt ergibt sich in erster Linie aus einer Neubewertung der Risikoaktiva und wird teilweise durch den Wechselkurskanal abgefedert.⁸ Ein gleichgroßer Schock durch eine geldpolitische Straffung der EZB erhöht den FCI für den Euroraum über die langfristigen Zinssätze, die Realzinsen und die Risikoaktiva. Dagegen wirkt er sich nur geringfügig auf den FCI für die Vereinigten Staaten aus.

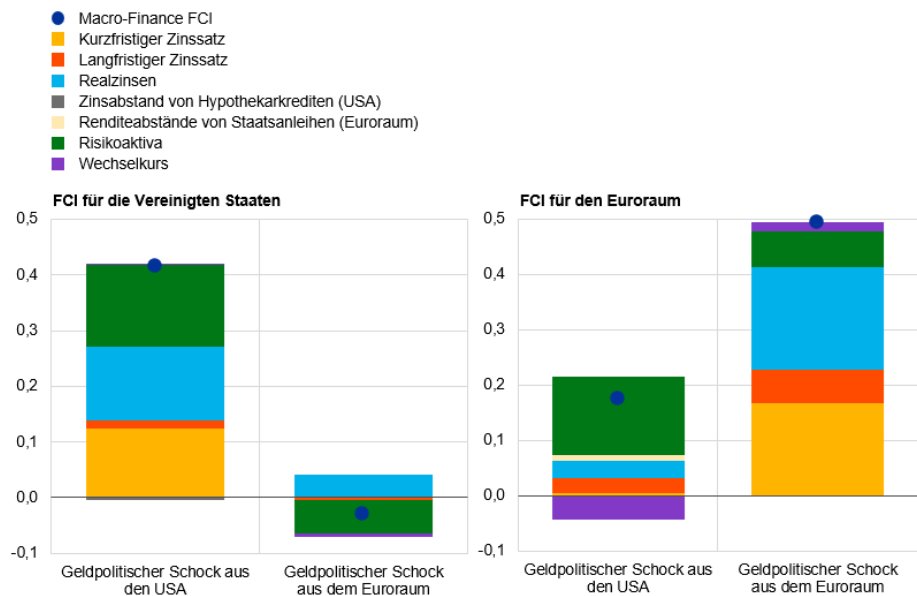
⁷ Die täglichen Veränderungen der beiden Macro-Finance FCIs und ihrer Komponenten werden auf von der US-Notenbank und der EZB ausgelöste geldpolitische Schocks regressiert. Die geldpolitischen Schocks werden – gemäß Jarociński und Karadi (2020) – anhand von unerwarteten Hochfrequenz-Daten identifiziert, die im Zusammenhang mit geldpolitischen Ankündigungen beobachtet wurden.

⁸ Das Durchwirken von geldpolitischen Schocks aus den USA auf die Aktien des Euroraums steht im Einklang mit früheren Forschungsergebnissen von Grothe et al. (2021).

Abbildung E

Zerlegung der Reaktionen des Macro-Finance FCI auf geldpolitische Schocks aus den USA und aus dem Euroraum

(Indizes)



Quellen: LSEG, Haver Analytics, Jarociński und Karadi (2020) sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Reaktionen des Macro-Finance FCI für die Vereinigten Staaten (linke Grafik) und für den Euroraum (rechte Grafik) auf einen geldpolitischen Schock, der sich aus einer Leitzinserhöhung der US-Notenbank und der EZB um 25 Basispunkte ergibt und anhand von unerwarteten Hochfrequenz-Daten identifiziert wird, welche im Zusammenhang mit geldpolitischen Ankündigungen beobachtet wurden. Die dunkelblauen Punkte zeigen die Reaktion des Gesamtindex, die farbigen Balken die Beiträge der einzelnen Kanäle.

Was die Zukunft betrifft, so könnte sich eine Änderung des erwarteten Leitzinspfads in den USA auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum auswirken. Dabei dürften die Risikoaktiva weiterhin ein wichtiger Übertragungskanal bleiben.

Die hier vorgestellten Schätzungen deuten darauf hin, dass für die Reaktion der Finanzierungsbedingungen im Euroraum auf geldpolitische Schocks aus den USA hauptsächlich die Risikoaktiva verantwortlich sind. Sie stellen damit den mit Abstand größten und statistisch robustesten der betrachteten Kanäle dar. Darin kommt die starke Integration der globalen Märkte für Aktien und Unternehmensanleihen zum Ausdruck. Dies bedeutet, dass sich eine geänderte Kompensation für das Halten von US-amerikanischen Risikoaktiva tendenziell auf Risikoaktiva des Euroraums überträgt und somit die Geldpolitik der USA auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum durchwirkt. Dementsprechend könnte jede Neubewertung des Leitzinspfads in den Vereinigten Staaten durch die Märkte zur Folge haben, dass es zu einer umfassenden Neubepreisung der Risikoaktiva und zu einer Übertragung auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum kommt, selbst wenn die EZB ihren geldpolitischen Kurs beibehält.

Literaturverzeichnis

Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G., Peterman, W. B., Schindler, J. und Sinha, N. R. (2023), [A New Index to Measure U.S. Financial Conditions](#), FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, 30. Juni.

Arrigoni, S., Bobasu, A. und Venditti, F. (2022), [Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination](#)", IMF Economic Review, Bd. 70, S. 668-697.

Bernanke, B. S. und Kuttner, K. N. (2005), [What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?](#), The Journal of Finance, Bd. 60, Nr. 3, S. 1221-1257.

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

Caballero, R. J., Caravello, T. E. und Simsek, A. (2026), [FCI-star](#), Working Paper des NBER, Nr. 33952 (überarbeitet).

Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L. und Strasser, G. (2023), [Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#), International Journal of Central Banking, Bd. 19, Ausgabe 2, S. 95-144.

Grothe, M., Helmersson, T., Quint, D. und Vassallo, D. (2021), [Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions](#), Financial Stability Review, EZB, Mai.

Hatzius, J., Stehn, S. J., Fawcett, N. und Fishman, K. R. (2017), [Our New G10 Financial Conditions Indices](#), Global Economics Analyst, Goldman Sachs, 20. April.

Jarociński, M. und Karadi, P. (2020), [Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 12, Nr. 2, S. 1-43

Entwicklung der US-Aktienmärkte während des KI-Booms

Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu und Luca Tondo

In den vergangenen Jahren wurden die Bewertungen von US-Aktien durch kräftige realisierte Gewinne und hohe Gewinnerwartungen gestützt, die auf den Boom der künstlichen Intelligenz (KI) zurückzuführen sind. Hinter dem „KI-Boom“ verbirgt sich das rasante Innovationstempo und der zunehmende Einsatz von KI-Technologien seit der Veröffentlichung von ChatGPT im November 2022. Dies bringt in vielen Wirtschaftssektoren Investitionsmöglichkeiten mit sich und führt zu rasch steigenden Aktienbewertungen. Aus dem Blickwinkel eines Dividendenbarwertmodells betrachtet können steigende Aktienbewertungen durch drei wesentliche Faktoren gestützt werden: höhere Gewinnerwartungen, niedrigere Diskontierungssätze und niedrigere Risikoprämien.¹ In der Berichtssaison im früheren Jahresverlauf konnten viele US-Unternehmen starke Ergebnisse vorweisen. Dabei übertraf das gesamte Gewinnwachstum der S&P 500-Unternehmen einmal mehr die früheren Erwartungen.² Aufgrund der kräftigen Gewinne werden weitere Gewinnsteigerungen erwartet. Gestützt wird diese Einschätzung durch die anhaltende Ausweitung KI-bezogener Investitionen und Erwartungen damit verbundener Produktivitätszuwächse. Eine Möglichkeit, die Rolle von Gewinnen, Zinsen und Risikoprämien für die Aktienrenditen einzuschätzen, ist die Anwendung eines Dividendenbarwertmodells, das die Renditen nach diesen Schlüsselkomponenten aufgliedert. Die modellbasierte Zerlegung zeigt, dass die Erwartungen einer weiter steigenden Ertragskraft der Unternehmen die Entwicklung der Preise für risikoreiche Vermögenswerte in den Vereinigten Staaten am stärksten nach oben treiben (siehe Abbildung A, Grafik a). Die hohen Gewinnerwartungen stützten die Bewertungen und verringerten zugleich das Aktienrisiko, wie eine Zerlegung der marktbasierten Schätzungen von Extremrisiken für die Aktienkurse zeigt, die anhand von Quantilsregressionen vorgenommen wurden (siehe Abbildung A, Grafik b).

¹ Eine umfassendere historische Erörterung technologiegetriebener Boom-Bust-Zyklen an Aktienmärkten findet sich bei Andersson et al. (2026).

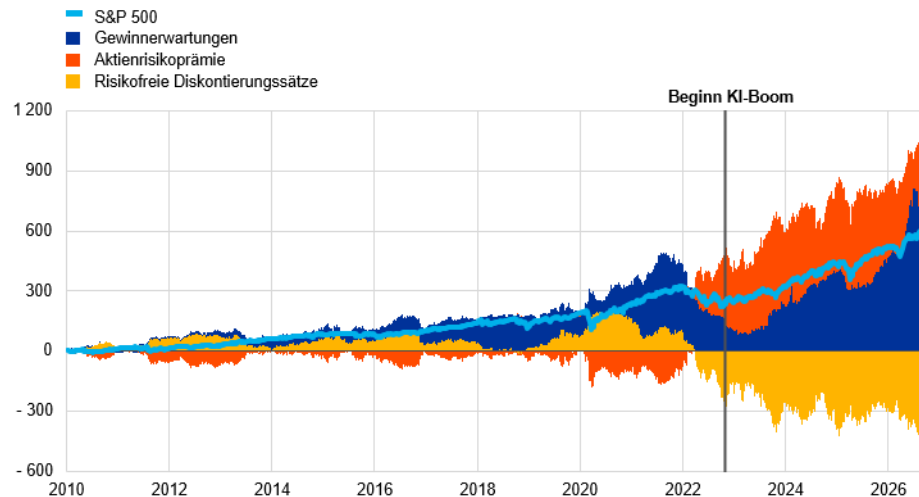
² Ähnliche Analysen der Entwicklungen an den US-Aktienmärkten, der starken Gewinnentwicklung, der zunehmenden Marktkonzentration und der damit verbundenen Risiken finden sich bei Grothe et al. (2024) sowie im Financial Stability Review der EZB (2026).

Abbildung A

Bestimmungsfaktoren der US-Aktienkurse

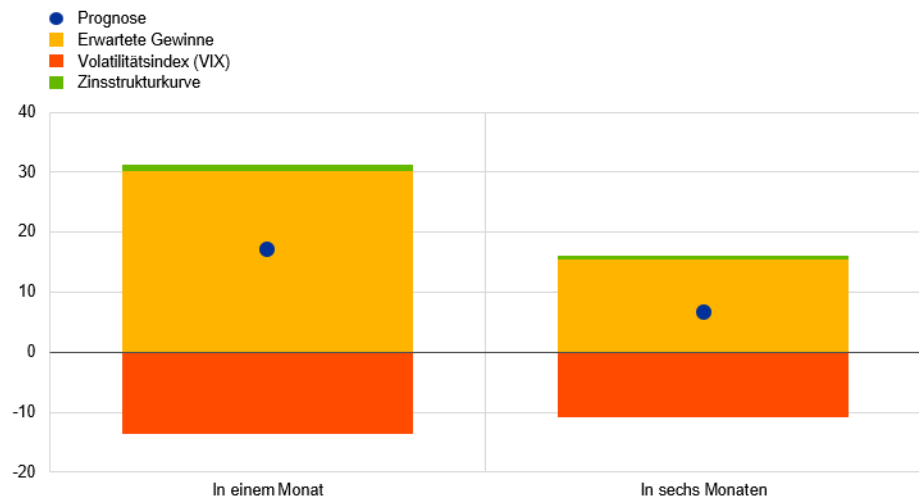
a) Zerlegung der S&P 500-Renditen

(kumulierte Veränderungen und Beiträge seit Januar 2010 in Prozentpunkten)



b) Zerlegung des prognostizierten 10. Perzentils der S&P 500-Renditen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Zerlegung beruht auf einem Dividendenbarwertmodell. In dem Modell werden Aktienrückkäufe miteinbezogen und die künftigen Cashflows mit Zinssätzen mit entsprechender Fälligkeit diskontiert. Außerdem sind drei Zeithorizonte für das erwartete Dividendenwachstum abgedeckt. Der rot markierte Restbetrag aus der Zerlegung der Renditen in Gewinnerwartungen und Diskontierungsfaktoren kann als Beitrag der Aktienrisikoprämie interpretiert werden. Ein höherer Beitrag entspricht einer niedrigeren Aktienrisikoprämie. Positive Beiträge können als Risikoneigung interpretiert werden, die die Aktienkurse über die Beiträge von Gewinnerwartungen und Diskontierungssätzen hinaus unterstützt. „Beginn KI-Boom“ bezieht sich auf Ende Oktober 2022. Grafik b: Die Punkte kennzeichnen das erwartete 10. Perzentil der jährlichen S&P 500-Renditen für einen Zeithorizont von einem Monat und sechs Monaten, geschätzt anhand von Quantilsregressionen. Die Variablen im Modell sind das Zinsgefälle (10J-2J), die implizite Aktienvolatilität (Cboe Volatility Index (VIX)) und das erwartete Wachstum des Gewinns je Aktie auf Sicht von 12 Monaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. August 2026 (Grafik a, wöchentliche Daten) bzw. den 31. August 2026 (Grafik b).

Angesichts des KI-Booms ist die Risikoneigung an den US-Aktienmärkten hoch, und der von den Anlegern für das Aktienrisiko erwartete Aufschlag ist auf ein niedriges Niveau gesunken. Die Aktienrisikoprämie ist ein gängiges Maß für den Aufschlag, den die Anleger als Ausgleich für das Aktienrisiko verlangen. Sie kann als die Überrendite von Aktien gegenüber risikofreien Vermögenswerten interpretiert werden. Näherungsweise lässt sie sich als Differenz zwischen der

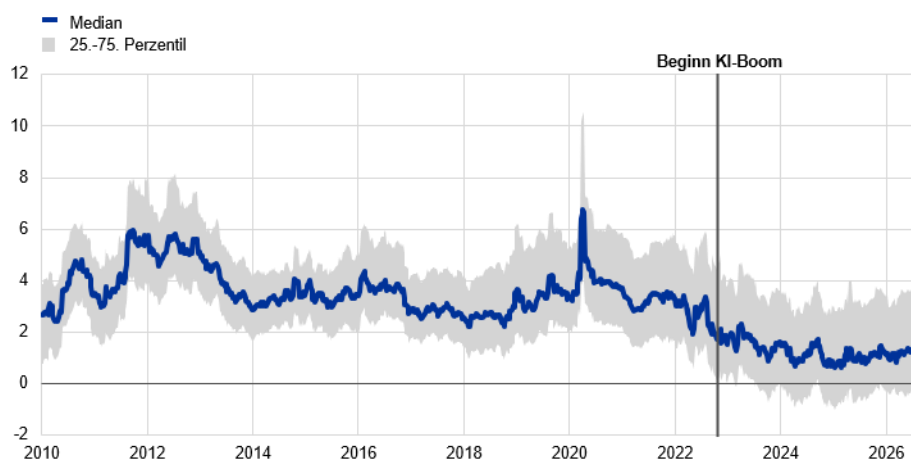
Gewinnrendite eines Unternehmens – d. h. dem Verhältnis zwischen dem in den nächsten zwölf Monaten erwarteten Gewinn und dem Aktienkurs – und der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen berechnen. Aus historischer Sicht hat sich die Verteilung der Aktienrisikoprämien über die einzelnen S&P 500-Aktien hinweg verengt und ist beim 25. Perzentil auf nahezu null gesunken (siehe Abbildung B, Grafik a). Ein näherer Blick auf die intrasektoralen Verteilungen auf Unternehmensebene zeigt, dass die Risikobepreisung am Aktienmarkt in mehreren US-Sektoren gedämpft worden ist. Besonders ausgeprägt ist der Trend im Technologiesektor, dem viele Unternehmen mit KI-Bezug angehören; er ist aber auch in anderen Sektoren wie der Industrie zu beobachten (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies dürfte das gestiegene Interesse der Anleger an einem KI-bezogenen Engagement widerspiegeln sowie den allgemeinen Optimismus in Bezug auf potenzielle Gewinne durch die Einführung von KI. Darüber hinaus profitierten risikoreichere Titel innerhalb der Sektoren von einer günstigeren Risikobepreisung, wie sich an der Verengung der oberen Enden der sektoralen Risikoverteilungen zeigt. Dies deutet auf eine breitere Risikoneigung der Anleger in den einzelnen Sektoren hin.

Abbildung B

Bepreisung des Aktienrisikos bei S&P 500-Unternehmen

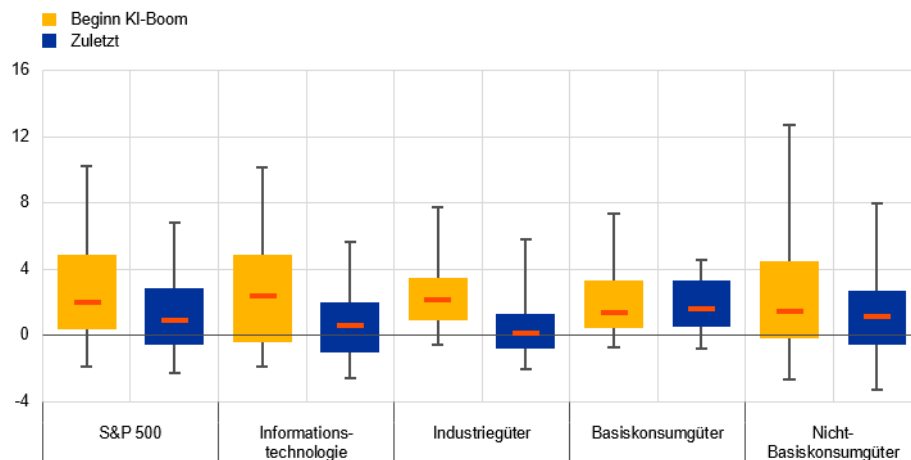
a) Verteilung der Aktienrisikoprämien im S&P 500

(in Prozentpunkten)



b) Verteilung der Aktienrisikoprämien im S&P 500 nach Sektoren

(in Prozentpunkten)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Aktienrisikoprämie wird für jedes Unternehmen im S&P 500-Index näherungsweise als Differenz zwischen der Gewinnrendite des Unternehmens und der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen berechnet. In Grafik a bezieht sich „Beginn KI-Boom“ auf Ende Oktober 2022. In Grafik b stellen die roten horizontalen Linien den Median, die Antennen das 5. und das 95. Perzentil und die gelben und blauen Balken die Spanne vom 25. bis 75. Perzentil dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. August 2026 (wöchentliche Daten).

Kräftige Gewinne und die hohe Risikoneigung der Anleger haben dazu beigetragen, dass die US-Aktienmärkte dem Druck widerstehen, der sich aus den höheren längerfristigen US-Zinsen und den geopolitischen Belastungen ergibt. Der KI-Boom hat die US-Aktienmärkte ungewöhnlich stark vor großen negativen Schocks geschützt. Dies zeigt sich, wenn die Reaktion der Risikoprämie für US-Aktien auf Schocks vor und nach Beginn des KI-Booms anhand von lokalen Projektionen und modellabgeleiteten strukturellen Schocks verglichen wird. Seit Beginn des KI-Booms im Herbst 2022 zeigen die Risikoprämien für US-Aktien geringere und unbedeutende Reaktionen auf negative Makroschocks in den USA und globale Risk-off-Schocks. Das steht in starkem Kontrast zu den zuvor beobachteten Anpassungsmustern (siehe Abbildung C, Grafik a). Die hohe Widerstandsfähigkeit des US-Aktienmarkts gegenüber negativen geopolitischen Schocks offenbarte sich besonders in den ersten Wochen des Konflikts im Nahen Osten. Anhand einer Ereignisstudie lassen sich die Reaktionen von Aktienrenditen auf die in den ersten drei Monaten des Konflikts stark steigenden geopolitischen Risiken zusammenzufassen. Die Ergebnisse zeigen, dass das KI-bezogene Segment des US-Markts (hier näherungsweise anhand der Gruppe der „Magnificent 7“ bestimmt) und der IT-Sektor allgemein in der Anfangsphase des Konflikts im März 2026 von dem Schock weitgehend verschont blieben, während beispielsweise bei Basiskonsumgütern die Aktienrenditen sanken (siehe Abbildung C, Grafik b).³ Im April und Mai trotzte der breitere US-Aktienmarkt – allen voran die KI-bezogenen Segmente – geopolitischen Belastungsfaktoren.

³ Eine ähnliche Analyse der jüngsten Marktreaktionen auf geopolitische Schocks findet sich in Ferrari Minesso et al. (2026).

Abbildung C

Sensitivität der Risikobepreisung bei US-Aktien gegenüber negativen Schocks

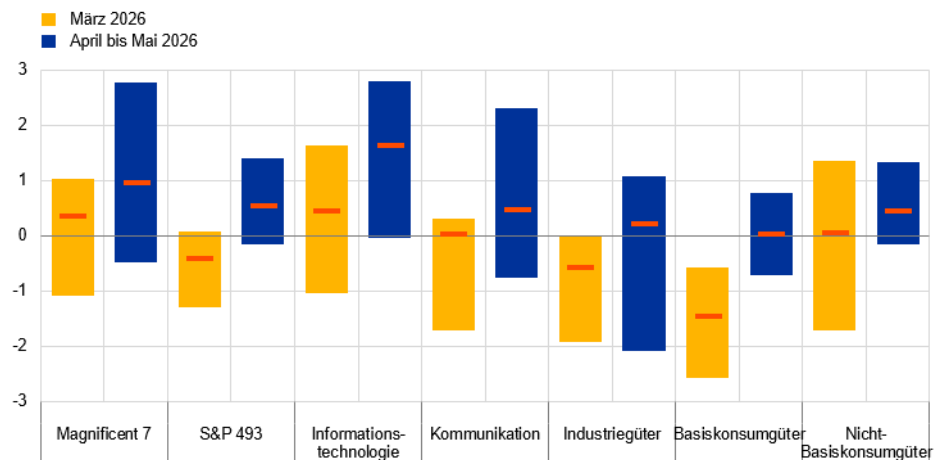
a) Reaktion der Risikoprämien für US-Aktien auf negative strukturelle Schocks vor und seit Beginn des KI-Booms

(in Prozentpunkten)



b) Renditen von US-Aktien rund um Phasen mit erhöhten geopolitischen Risiken – März bis Mai 2026

(in Prozentpunkten)



Quellen: Bloomberg, LSEG, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Sensitivität des Medians der Aktienrisikoprämie für Unternehmen im S&P 500-Index gegenüber negativen US-Makroschocks und negativen globalen Risk-off-Schocks (geschätzt anhand lokaler Projektionen). Die Schocks werden in einem Zwei-Länder-BVAR-Modell wie in Brandt et al. (2026) bestimmt und so kalibriert, dass sie einem Rückgang des Aktienkurses innerhalb einer Woche von 3 % beim negativen Makroschock und von 2 % beim Risk-off-Schock entsprechen. Die blauen und gelben Balken stellen das 95 %-Konfidenzintervall dar, während die rote Linie die mittlere Reaktion darstellt. Grafik b zeigt die Bandbreite der Aktienrenditen über ausgewählte Ereignisse hinweg, die ein hohes geopolitisches Risiko verursachen. Die Aktienrenditen werden für ausgewählte Sektoren zwei Tage um die Ereignisse herum berechnet. Die Auswahl der Ereignistage erfolgt anhand der zehn höchsten Werte des geopolitischen Risikoindex, die in der Anfangsphase des Konflikts im Nahen Osten im März 2026 und in der jüngeren Phase seit der Ankündigung des ersten Waffenstillstands zu verzeichnen waren. Die roten horizontalen Linien stellen den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. August 2026 (Grafik a) bzw. den 29. Mai 2026 (Grafik b).

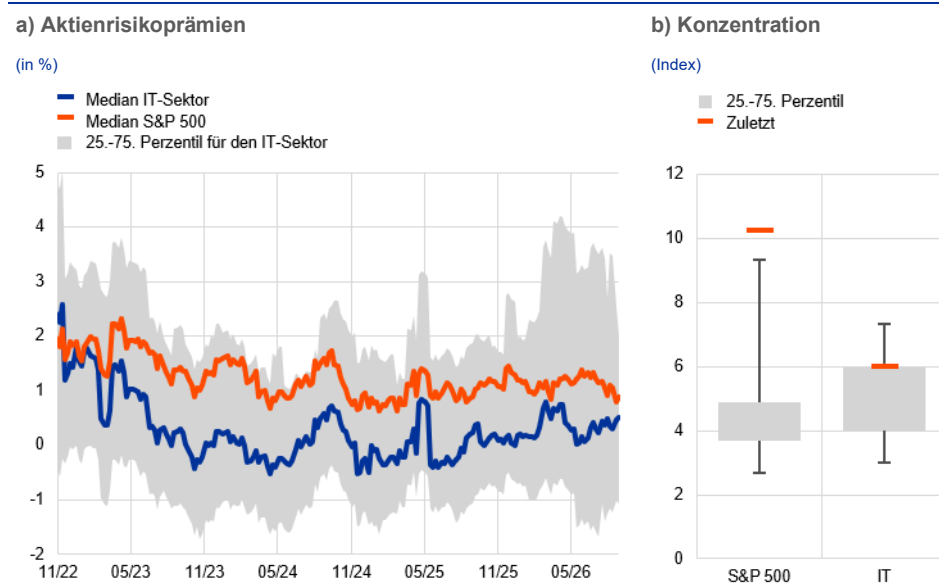
Trotz der günstigen Risikobepreisung bergen die bröckelnde Euphorie in Bezug auf die KI-getriebene Rallye und die zunehmenden Kursunterschiede bei Technologieunternehmen die Gefahr, dass es an einem zunehmend konzentrierten Markt zu umfassenden Korrekturen kommt. Ein näherer Blick auf

die Verteilung der Aktienrisikoprämien über einzelne Technologietitel hinweg zeigt, dass der Median des Risikopreises in den letzten Monaten zwar deutlich komprimiert blieb, sich die Ränder der Verteilung jedoch ausgeweitet haben (siehe Abbildung D,

Grafik a). Dies deutet darauf hin, dass einige Teile des Marktes, insbesondere die risikoreicheren Aktien am oberen Ende der Verteilung der Risikoprämie, anfällig gegenüber einer nachlassenden Risikoneigung der Anleger sind, wobei die Anleger allmählich einen höheren Risikoaufschlag für ihre Anlagen verlangen. Zudem könnte eine Verkaufswelle bei einer kleinen Anzahl solcher Unternehmen angesichts der hohen Konzentration am Aktienmarkt zu breiteren Marktrückgängen führen. Der Herfindahl-Hirschman-Index, ein Maß für die Marktkonzentration, liegt über seinem historischen 95. Perzentil für den breiteren S&P 500 und über seinem 75. Perzentil für den IT-Sektor (siehe Abbildung D, Grafik b). Diese Konzentration erhöht das Risiko, dass eine deutlich unterdurchschnittliche Entwicklung einiger weniger Mega-Cap-Aktien – insbesondere solcher, die mit substanziellen KI-bezogenen Investitionen verbunden sind – auf den breiteren Markt übergreifen könnte. Dies könnte auch allgemeine Zweifel daran aufkommen lassen, ob optimistische Gewinnerwartungen für Unternehmen gleichzeitig eintreten können und ob umfangreiche, schuldenfinanzierte Investitionen im Zuge der sich rasch entwickelnden Technologie tragbar bleiben.

Abbildung D

Bepreisung des Aktienrisikos und Konzentration im US-Technologiesektor und S&P 500



Quellen: Bloomberg, LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Aktienrisikoprämie wird für jedes Technologieunternehmen im S&P 500 als Differenz zwischen der Gewinnrendite des Unternehmens und der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen berechnet. Grafik b: Die Konzentration wird anhand eines reskalierten Herfindahl-Hirschman-Index gemessen, der von 1 bis zur Anzahl der betrachteten Unternehmen reicht. Die Antennen stellen das 5. und das 95. Perzentil der seit 1990 berechneten Verteilung des Index dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. August 2026 (Grafik a, wöchentliche Daten) bzw. den 29. August 2026 (Grafik b, wöchentliche Daten).

Literaturverzeichnis

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. und Viola, M. A. (2026), [The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?](#), Der EZB-Blog, 17. August.

Europäische Zentralbank (2026), [Financial Stability Review](#).

Ferrari Minesso, M., Lopes Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. und Vidaházy, V. (2026), [Reaktionen der US-Finanzmärkte auf geopolitische Schocks mit Störungen des Ölangebots](#), Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2026.

Grothe, M., Manu, A.-S. und Tomov, T. (2024), [Gründe für die Robustheit der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten – Marktstruktur, Gewinnerwartungen oder Risikoprämien?](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 8/2024.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 6. Mai bis zum 28. Juli 2026

Samuel Bieber und Christian Lizarazo

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2026. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengefasst über den Zeitraum vom 6. Mai bis zum 28. Juli 2026 („Berichtszeitraum“).

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

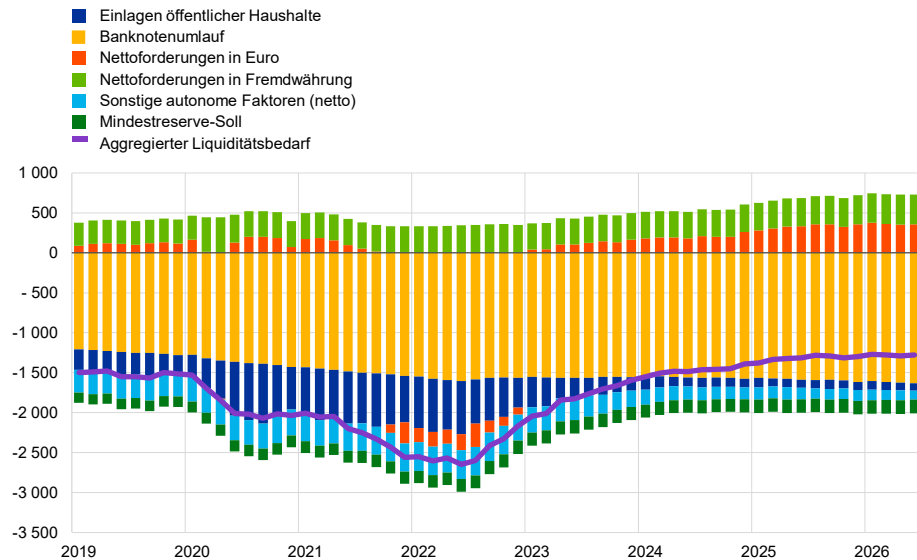
Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euroraum – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – erhöhte sich im Berichtszeitraum um 11 Mrd. € auf 1 284 Mrd. € (siehe Tabelle A). Ausschlaggebend für den höheren Liquiditätsbedarf war ein Anstieg der autonomen Faktoren (netto), der hauptsächlich einen Rückgang der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren widerspiegelte (siehe Tabelle A). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich um 2 Mrd. € auf 174 Mrd. € und trug damit ebenfalls zum gestiegenen Liquiditätsbedarf bei.

Abbildung A

Aggregierter Liquiditätsbedarf, aufgeschlüsselt nach Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(in Mrd. €)



Quelle: EZB.

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

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum um 11 Mrd. € ab – in erster Linie bedingt durch einen Rückgang der Nettoforderungen in Euro um 15 Mrd. €.

Ursächlich für diesen Rückgang war ein Anstieg der nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Euro-Einlagen, die liquiditätsabschöpfend wirken. Zudem nahmen die Nettoforderungen in Fremdwährung um 4 Mrd. € zu. Damit glichen sie den Rückgang der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren teilweise aus.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren gingen im Berichtszeitraum um 2 Mrd. € und somit weniger stark zurück.

Dies spiegelte einen Anstieg des durchschnittlichen Banknotenumlaufs um 16 Mrd. € wider, der durch einen Rückgang bei den sonstigen autonomen Faktoren (netto) um 10 Mrd. € und bei den Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem um 8 Mrd. € mehr als kompensiert wurde.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

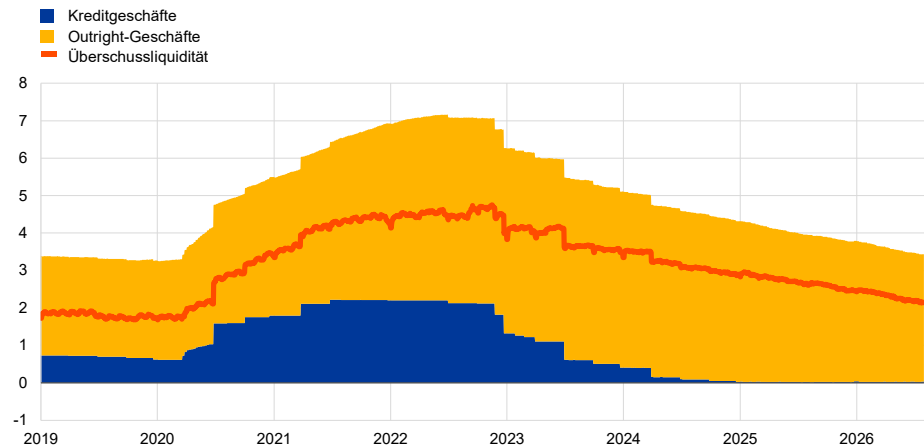
Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 147 Mrd. € auf 3 485 Mrd. € (siehe Abbildung B).

Ursächlich hierfür war in erster Linie, dass sich das Portfolio der geldpolitischen Outright-Geschäfte des Eurosystems um 150 Mrd. € reduzierte, nachdem weitere APP- und PEPP-Bestände getilgt und die Tilgungsbeträge nicht mehr reinvestiert wurden. Damit ging die über diese Geschäfte bereitgestellte Liquidität im Berichtszeitraum auf 3 458 Mrd. € zurück.

Abbildung B

Über Offenmarktgeschäfte bereitgestellte Liquidität und Überschussliquidität

(in Bio. €)



Quelle: EZB.

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

Die durchschnittliche über Kreditgeschäfte bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 3 Mrd. € auf 27 Mrd. €. Die durchschnittlichen ausstehenden Beträge aus den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) und dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) stiegen um 1 Mrd. € bzw. 2 Mrd. €. Die Teilnahme an diesen Standardgeschäften war angesichts der komfortablen Liquiditätsposition der Banken und der guten Verfügbarkeit alternativer, marktbasierter Finanzierungsquellen weiterhin verhalten. Allerdings ist die Zahl der Banken, die ihren Zugang zu den Standardgeschäften testen, 2026 weiter gewachsen. Dies deutet darauf hin, dass sich die Banken operativ darauf vorbereiten, künftig an diesen Geschäften teilnehmen zu können.

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 157 Mrd. € auf 2 201 Mrd. € zurück (siehe Abbildung B). Die Überschussliquidität ist die Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie entspricht der Differenz zwischen der Gesamtliquidität, die dem Bankensystem über geldpolitische Instrumente bereitgestellt wird, und der Liquidität, die die Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht benötigen. Seit ihrem Höchststand von 4 748 Mrd. € im November 2022 hat die Überschussliquidität kontinuierlich abgenommen.

Zinsentwicklung

Der EZB-Rat erhöhte die drei Leitzinssätze im Berichtszeitraum um jeweils 25 Basispunkte – darunter auch den Zinssatz für die Einlagefazilität, mit dem

er den geldpolitischen Kurs steuert. Dadurch stiegen die Zinssätze für die Einlagefazilität, die HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 2,25 %, 2,40 % bzw. 2,65 % (siehe Tabelle B).

Der durchschnittliche €STR (Euro Short-Term Rate) stieg im Berichtszeitraum um 25 Basispunkte und entwickelte sich damit im Gleichlauf mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Im Schnitt lag der €STR im Berichtszeitraum – wie schon in der ersten und zweiten Erfüllungsperiode des laufenden Jahres – 6,8 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität.

Der durchschnittliche Euro-Reposatz (gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro) lag im Berichtszeitraum weiterhin näher am Zinssatz für die Einlagefazilität als der €STR. Im Durchschnitt überstieg der Reposatz den Einlagesatz um 1,6 Basispunkte (vorangegangener Berichtszeitraum: 0,7 Basispunkte).

Tabelle A**Liquiditätsbedingungen des Eurosystems**

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 6. Mai bis 28. Juli 2026						Vorheriger Berichtszeitraum: 11. Februar bis 5. Mai 2026	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 6. Mai bis 16. Juni 2026		Vierte Erfüllungsperiode: 17. Juni bis 28. Juli 2026		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Liquiditätszuführende Faktoren								
Autonome Faktoren	730	(-11)	728	(-6)	731	(+2)	740	(+35)
- Nettoforderungen in Fremdwährung	376	(+4)	377	(+3)	375	(-2)	371	(+8)
- Nettoforderungen in Euro	354	(-15)	352	(-9)	356	(+4)	369	(+28)
Geldpolitische Geschäfte	3 485	(-147)	3 514	(-78)	3 456	(-59)	3 632	(-145)
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	14	(+1)	13	(-1)	15	(+1)	13	(-0)
- Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
- Outright-Geschäfte	3 458	(-150)	3 488	(-78)	3 427	(-61)	3 608	(-144)
- Sonstige Liquiditätsbereitstellung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Liquiditätsabschöpfende Faktoren								
Autonome Faktoren	1 840	(-2)	1 844	(+4)	1 836	(-8)	1 842	(-0)
- Banknotenumlauf	1 628	(+16)	1 623	(+7)	1 632	(+9)	1 612	(+5)
- Einlagen öffentlicher Haushalte	96	(-8)	97	(-5)	94	(-3)	104	(+2)
- Sonstige autonome Faktoren (netto)	116	(-10)	123	(+2)	110	(-13)	126	(-8)
Geldpolitische Geschäfte								
- Sonstige Liquiditätsabschöpfung	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidität und ständige Fazilitäten								
- Giroguthaben der Kreditinstitute	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
- Mindestreserve-Soll ¹⁾	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
- Spitzenrefinanzierungsfazilität	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Einlagefazilität	2 121	(-231)	2 221	(-88)	2 022	(-198)	2 353	(-112)
- Überschussliquidität ²⁾	2 201	(-157)	2 225	(-90)	2 177	(-49)	2 358	(-112)
Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung								
- Aggregierter Liquiditätsbedarf ³⁾	1 284	(+11)	1 289	(+12)	1 279	(-10)	1 273	(-33)
- Autonome Faktoren (netto) ⁴⁾	1 110	(+9)	1 115	(+10)	1 105	(-10)	1 102	(-35)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

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

Tabelle B
Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 6. Mai bis 28. Juli 2026				Vorheriger Berichtszeitraum: 11. Februar bis 5. Mai 2026			
	Dritte Erfüllungsperiode: 6. Mai bis 16. Juni 2026		Vierte Erfüllungsperiode: 17. Juni bis 28. Juli 2026		Erste Erfüllungsperiode: 11. Februar bis 24. März 2026		Zweite Erfüllungsperiode: 25. März bis 5. Mai 2026	
Hauptrefinanzierungs- geschäfte (HRGs)	2,15	(+0,00)	2,40	(+0,25)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungs- fazilität	2,40	(+0,00)	2,65	(+0,25)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Einlagefazilität	2,00	(+0,00)	2,25	(+0,25)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(-0,00)	2,18	(+0,25)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,00)	2,27	(+0,26)	2,01	(-0,00)	2,01	(+0,01)

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

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

Aufsätze

1 Skalierung europäischer Unternehmen: Argumente für ein EU-Gesellschaftsrecht zur grenzüberschreitenden Mobilisierung von Investitionen, Innovationen und Wachstum

Adam Baumann, Zakaria Gati, Daphne Momferatou, Laura Parisi und Lucia Quaglietti

1 Einleitung

Europas Wettbewerbsfähigkeit wird durch eine offensichtliche strukturelle Schwäche ausgebremst: So haben europäische Unternehmen Schwierigkeiten, ausreichend zu expandieren, und sehen sich Hindernissen für eine grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit gegenüber. Die Markteintrittsraten von Unternehmen in der EU sind weitgehend mit jenen in den Vereinigten Staaten vergleichbar. Allerdings scheitern die Unternehmen systematisch daran, zu großen forschungs- und entwicklungsintensiven Unternehmen heranzureifen, die das Produktivitäts- und Lohnwachstum vorantreiben (Draghi, 2024; Letta, 2024). Darüber hinaus führen einige Beobachter an, dass sich Europa eher auf inkrementelle als auf bahnbrechende Innovationen konzentriert (Fuest et al., 2024).

Eine spezifische Dimension dieser Problematik im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit ist die Fragmentierung des Gesellschaftsrechts in der EU. Unternehmen, die in der EU grenzüberschreitend tätig sind, müssen sich mit verschiedenen Rechtsrahmen auseinandersetzen, was Kapitalbildung, Innovationen, Investitionen und Wirtschaftswachstum über Grenzen hinweg einschränken kann (I. Schnabel, 2026). Um hier Abhilfe zu schaffen, schlug die Europäische Kommission im März 2026 die Einführung einer optionalen Gesellschaftsform (EU Inc.) vor, mit der ein harmonisierter Rechtsrahmen geschaffen wird, um das einzelstaatliche Gesellschaftsrecht zu ergänzen.

Dieser Vorschlag ist aus Sicht der EZB von Bedeutung. Durch den Abbau von Hindernissen für grenzüberschreitende Unternehmenstätigkeiten und Investitionen kann eine EU-Inc.-Regelung den Binnenmarkt unterstützen. Sie kann den Wettbewerb, die Innovationstätigkeit und das Produktivitätswachstum stärken und sich positiv auf die Ressourcenallokation, die Preisstabilität und die Transmission der Geldpolitik auswirken. Darüber hinaus kann eine EU-Inc.-Regelung zur Vertiefung der europäischen Kapitalmärkte – einem Kernziel der Spar- und Investitionsunion – beitragen. Sie könnte einer effizienteren Allokation von Ersparnissen und einer effektiveren Risikoteilung im Euroraum förderlich sein.

In diesem Aufsatz wird untersucht, wie die genannten Hindernisse die Expansionsfähigkeit von Unternehmen in der EU einschränken und wie ein einheitliches Gesellschaftsrecht dazu beitragen könnte, sie zu beseitigen.

Zudem werden die Voraussetzungen, unter denen der Vorschlag umfassende Wirkung erzielen könnte, sowie die Defizite aufgezeigt, die diese Wirkung einschränken können, wenn sie nicht beseitigt werden.

2 Die Herausforderung Europas im Bereich der Skalierung: stilisierte Fakten

Europa bringt zwar neue Unternehmen hervor, tut sich aber bei der Skalierung schwer, was sich wiederum auf die Produktivität auswirkt. Obwohl die jährlichen Firmengründungsraten in Europa mit rund 10 % mit jenen in den Vereinigten Staaten vergleichbar sind (Adilbish et al., 2025), zeigt sich später eine deutliche Divergenz, wenn erfolgreiche Unternehmen expandieren, Kapital aufnehmen und grenzüberschreitend tätig sein wollen.¹ Unternehmen in der EU, die weniger als zehn Beschäftigte haben, verbuchen einen Anteil von gut 20 % an der Gesamtbeschäftigung. Das ist etwa doppelt so viel wie in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 1, Grafik a). Dies ist für die Arbeitsproduktivität von Bedeutung (siehe Abbildung 1, Grafik b): Großunternehmen erzielen pro Beschäftigten etwa doppelt so viel Wertschöpfung wie Kleinunternehmen. Sie profitieren von Skaleneffekten, einer stärkeren Spezialisierung der Führungskräfte, einer höheren Akkumulation von immateriellem Kapital, höheren Ausgaben für Forschung und Entwicklung und einer besseren Integration in die internationalen Märkte (siehe Andrews et al., 2016; Eurosystem, 2021; CompNet, 2025; OECD, 2026). Eine kontrafaktische Analyse zeigt, dass rund ein Drittel der aggregierten Produktivitätslücke zwischen der EU und den USA auf die unterschiedliche Struktur der Unternehmensgröße zurückzuführen ist. Grundlage dafür sind die Produktivitätszuwächse, die sich ergäben, wenn die EU die gleiche Beschäftigungsverteilung über Unternehmensgrößen hinweg wie die Vereinigten Staaten aufwiese.²

¹ Je nach dem Grad der Harmonisierung und der Definition einer Gründung fallen die Firmengründungsraten unterschiedlich aus. Die Rate von 10 % basiert auf dem OECD-Projekt DynEmp. Vgl. hierzu auch die Ausführungen von Eurostat in Fedotenkov und Vandeplas (2026).

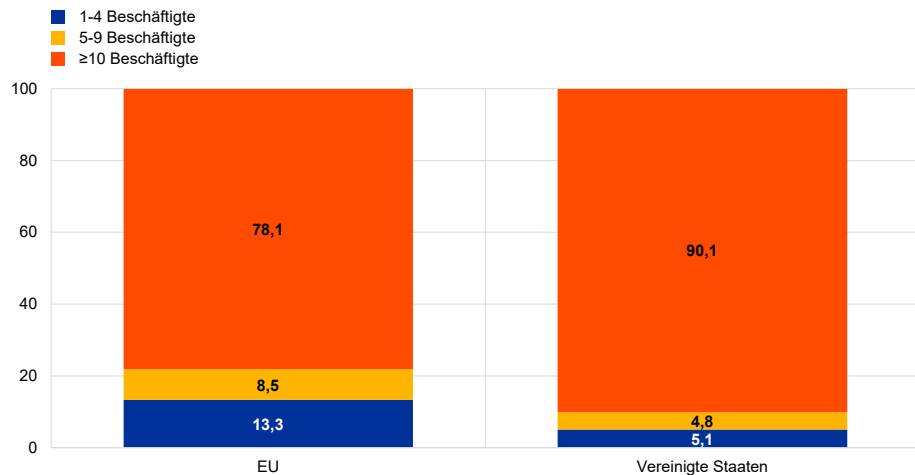
² Bei der Schätzung handelt es sich um eine grobe Berechnung der Arbeitsproduktivitätslücke. Dabei wird das aggregierte Arbeitsproduktivitätsniveau in der EU ermittelt, wenn die EU ihr tatsächliches Produktivitätsniveau innerhalb jeder Unternehmensgrößenklasse beibehalten würde, aber dieselbe Beschäftigungsverteilung über Unternehmensgrößen hinweg aufwiese wie die Vereinigten Staaten. Die Arbeitsproduktivität in der EU nach Unternehmensgröße wird als Wertschöpfung je Beschäftigten gemessen (Eurostat SBS, 2023). Da der Wert für die US-Wertschöpfung nach Unternehmensgröße ausschließlich für das verarbeitende Gewerbe verfügbar ist, wird die sektorale Wertschöpfung des Bureau of Economic Analysis anhand der Umsatzanteile aus dem Economic Census für 2022 auf die Unternehmensgrößenklassen verteilt. Dabei wird ein konstantes Verhältnis von Wertschöpfung zu Umsatz innerhalb der Sektoren unterstellt. Um die Vergleichbarkeit zu verbessern, werden US-Unternehmen ohne Beschäftigte teilweise der kleinsten Unternehmensgrößenklasse zugeordnet. Dies ist erforderlich, weil Eurostat mitarbeitende Eigentümer und Unternehmen ohne Beschäftigte in dieser Klasse führt, wohingegen die US-Daten zur Unternehmensgröße nur Unternehmen mit Beschäftigten abdecken. Die Werte werden auf Basis des realen BIP (Kaufkraftparitäten) umgerechnet; die klasseninterne Produktivität wird in der kontrafaktischen Analyse konstant gehalten.

Abbildung 1

Verteilung der Unternehmensgröße und Arbeitsproduktivität nach Unternehmensgröße im Jahr 2023

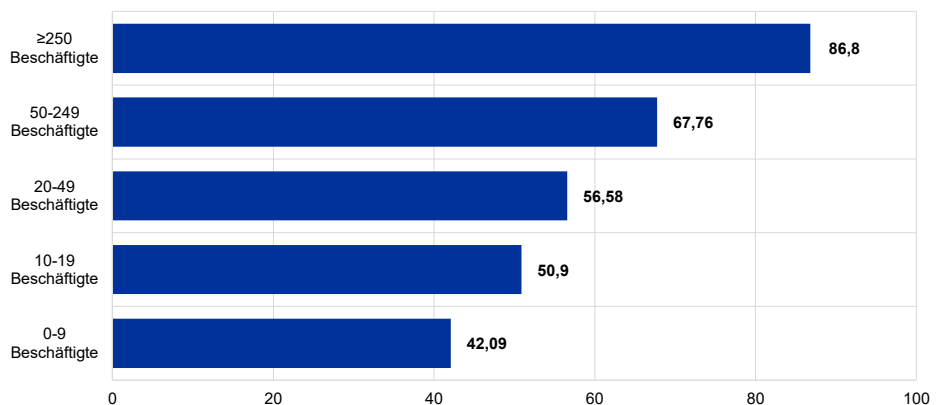
a) Größenverteilung, EU und Vereinigte Staaten

(in % der Gesamtbeschäftigung)



b) Arbeitsproduktivität nach Unternehmensgröße, EU

(in Tsd. € je Beschäftigten)



Quellen: Eurostat-Statistiken zur Unternehmensdemografie und zur Unternehmensstruktur und Statistiken zur Unternehmensdynamik in den Vereinigten Staaten.

Anmerkung: Die EU-Daten beziehen sich auf „enterprises“ und die US-Daten auf „firms“; beide Unternehmenseinheiten sind weitgehend vergleichbar. Abgedeckt sind die NACE-Rev.-2-Abschnitte B bis S (ohne O und S94). Die Arbeitsproduktivität wird als Wertschöpfung zu Faktorkosten je Beschäftigten gemessen.

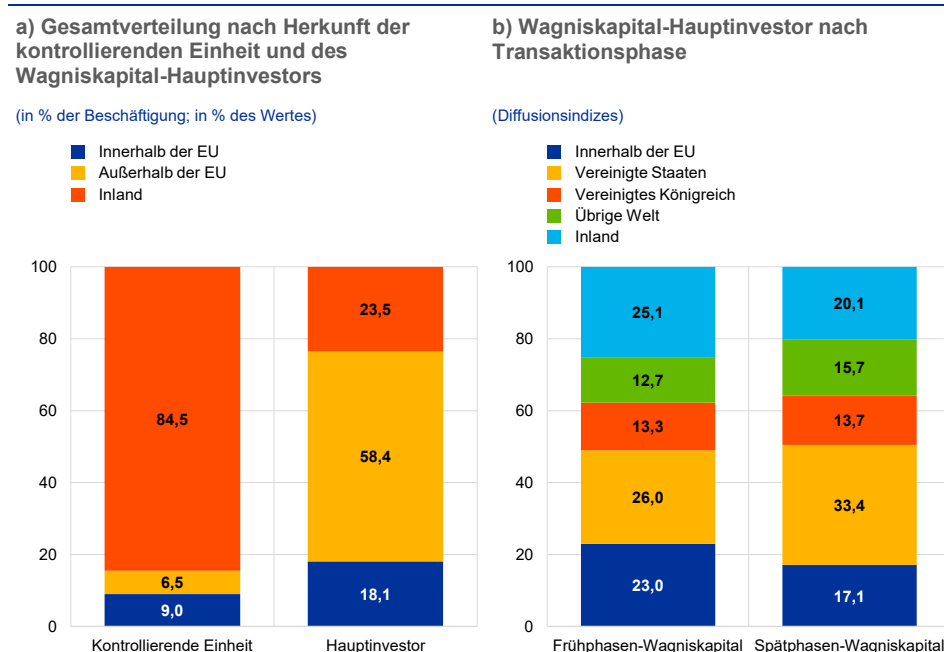
Der eingeschränkte Zugang zu marktbasierten Finanzierungen ist ein wesentlicher Grund dafür, dass sich innovative europäische Unternehmen mit ihrer Skalierung schwertun. Innovative Unternehmen sind auf sukzessive

Finanzierungsrunden und den Zugang zu einem umfangreichen Angebot an Risikokapital angewiesen. Allerdings sind die Kapitalmärkte in der EU nach wie vor vergleichsweise schwach entwickelt, national fragmentiert und von inländischen institutionellen Anlegern dominiert (Böninghausen et al.; 2025, Baumann et al., 2026). Abbildung 2, Grafik a zeigt, dass rund 85 % der Beschäftigung in der EU auf inländisch kontrollierte Unternehmen entfallen. Dagegen sind Wagniskapitalfinanzierungen deutlich internationaler ausgerichtet: Mehr als die Hälfte des aggregierten Wertes der Wagniskapitaltransaktionen entfällt auf

Hauptinvestoren aus Drittländern, wobei US-Investoren in späteren Finanzierungsrounds eine besonders wichtige Rolle spielen (siehe Abbildung 2, Grafik b) (Baumann et al. 2026). Dies deckt sich mit jüngsten Erkenntnissen, wonach innovative europäische Unternehmen ihren Hauptsitz, ihr geistiges Eigentum oder bestimmte Geschäftsfunktionen zunehmend ins Ausland verlagern – zumeist in die Vereinigten Staaten (Weik et al., 2024; Europäische Investitionsbank (EIB), 2026a). Viele europäische Start-ups nehmen mit zunehmender Reife US-amerikanische Gesellschaftsstrukturen an und tragen sich in der Regel als US-amerikanische Delaware Corporation (Aktiengesellschaft nach dem Recht Delawares) ein, um Zugang zu international anerkannten Governance-Regelungen, Wagniskapitalfinanzierungen und tieferen Märkten für Börsengänge zu erhalten. Der gesellschaftsrechtliche Rahmen für eine Delaware Corporation wird in Kasten 1 erörtert.

Abbildung 2

Herkunft der kontrollierenden Einheit und Wagniskapitalfinanzierungen von EU-Unternehmen



Quellen: Eurostat-Statistiken über Auslandsunternehmenseinheiten im Inland und PitchBook.

Anmerkung: In Grafik a werden die Unternehmen in den Statistiken über Auslandsunternehmenseinheiten im Inland nach dem Land der letztlich kontrollierenden institutionellen Einheit klassifiziert, wobei die gesamte Beschäftigung dem Eigentümerland zugeordnet wird. Die Werte „innerhalb der EU“ und „außerhalb der EU“ stehen für die Kontrolle aus einem anderen EU-Mitgliedstaat bzw. durch eine Einheit außerhalb der EU. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2023. Grafik b zeigt die Verteilung des Wertes von Wagniskapitaltransaktionen nach Standort des Haupt- oder Alleininvestors und nach Wagniskapitalphase. Die Angaben von PitchBook enthalten möglicherweise mehrere Haupt- oder Alleininvestoren für eine Transaktion.

Neben der allgemeinen Verfügbarkeit von Wagniskapital spielt auch dessen Allokation eine Rolle: So sind künftige Scale-up-Unternehmen tendenziell jünger, produktiver und innovationsintensiver, wobei sich die Profile wagniskapitalfinanzierter Scale-up-Unternehmen in der EU und den Vereinigten Staaten stark voneinander unterscheiden. In Bezug auf die vor der

Skalierung beobachteten Merkmale von Unternehmen zeigt Abbildung 3, Grafik a, dass künftige Scale-up-Unternehmen systematisch jünger und produktiver sind, mit größerer Wahrscheinlichkeit zuvor Wagniskapital erhalten haben und häufiger in

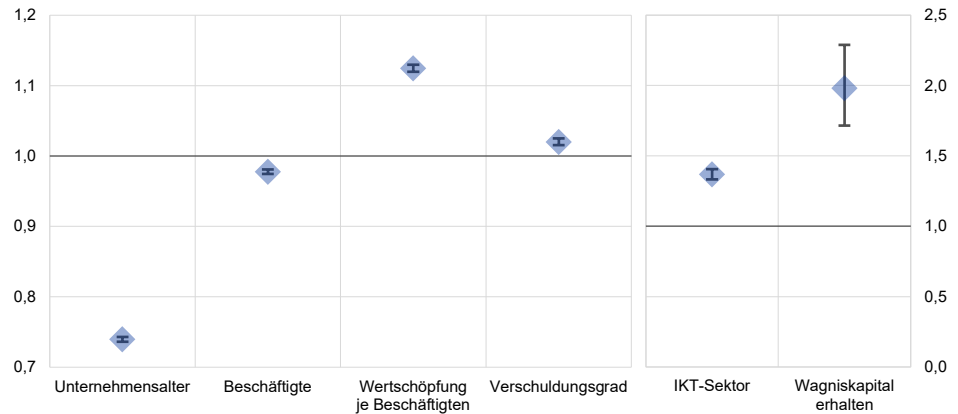
wissensintensiven Sektoren tätig sind. Dies deckt sich mit der Fachliteratur, wonach vor einer erfolgreichen Skalierung in der Regel erhebliche Investitionen in Kapazitäten und organisatorische Transformationen erfolgen (OECD, 2021). In Abbildung 3, Grafik b wird diese Analyse auf eine Stichprobe von Scale-up-Unternehmen in der EU und in den USA ausgeweitet, die Wagniskapital erhielten. Im Vergleich zu ihren EU-Pendants sind wagniskapitalfinanzierte Scale-up-Unternehmen in den Vereinigten Staaten zwar jünger und weniger profitabel, im Hinblick auf die Zahl der Beschäftigten jedoch größer und zudem stärker fremdfinanziert. Dieses Muster steht im Einklang damit, dass US-Unternehmen früher Wagniskapital erhalten und dann auch schneller wachsen. Dies könnte entweder Unterschiede bei der Auswahl der Investoren oder bei der Grundgesamtheit der Unternehmen widerspiegeln, die eine Wagniskapitalfinanzierung anstreben. Dieser Effekt lässt sich in den Schätzungen nicht voneinander trennen.

Abbildung 3

Unternehmensmerkmale im Zusammenhang mit einer Skalierung

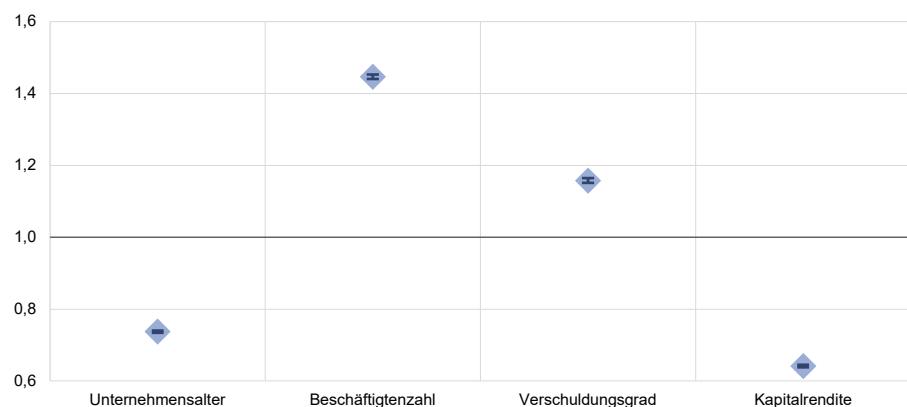
a) Merkmale vor der Skalierung

(Chancenverhältnis)



b) Unterschiede bei den Merkmalen von Scale-up-Unternehmen in der EU und in den USA, die Wagniskapitalfinanzierungen erhielten

(Chancenverhältnis)



Quellen: S&P Capital IQ, Preqin, Orbis, PitchBook und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Koeffizienten aus logistischen Regressionen mit Konfidenzintervallen von 95 %; Kovariaten sind standardisiert. In Grafik a ist die Skalierung definiert als annualisiertes Beschäftigungswachstum von mindestens 10 % über drei Jahre bei Unternehmen, die mindestens zehn Beschäftigte haben und älter als ein Jahr sind. Die Kovariaten werden ein Jahr vor der Skalierungsphase gemessen, mit fixen Effekten für Jahr, Land und Sektor. „Wagniskapital erhalten“ (Preqin-Daten auf Transaktionsebene mit Zuordnung zu den Orbis-Daten) bezieht sich auf einen Zeitraum von ein bis drei Jahren vor dem Skalierungszeitraum. IKT wird anhand der zweiten NACE-Gliederungsebene definiert. Die Kovariaten werden zu 2 % winsorisiert. Grafik b zeigt eine logistische Regression eines Indikators für den Hauptsitz in den Vereinigten Staaten (im Vergleich zur EU) auf standardisierte Unternehmensmerkmale mit fixen Effekten für Sektor und Jahr. Enthalten ist eine PitchBook-Stichprobe von 962 Scale-up-Unternehmen in den USA und in der EU im Jahr 2025, die im Zeitraum von 2021 bis 2024 Wagniskapital erhielten; die Schätzung basiert auf Beobachtungen aus dem Zeitraum von 2021 bis 2022. Die „Kapitalrendite“ wird als Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen im Verhältnis zu den Gesamtaktiva gemessen.

Kasten 1

Delaware-Aktiengesellschaft: rechtliche Infrastruktur für wachstumsstarke US-Unternehmen

Zakaria Gati

In den Vereinigten Staaten lässt sich eine Unternehmensgründung wesentlich stärker vom Standort der Wirtschaftstätigkeit trennen als in der EU. Somit kann das bundesstaatliche Gesellschaftsrecht als übertragbarer Rechtsrahmen für Unternehmen im gesamten Land fungieren. Dies steht im Gegensatz zur europäischen Tradition des „tatsächlichen Sitzes“. Hierbei sind die rechtliche

Anerkennung und das anwendbare Gesellschaftsrecht historisch enger mit dem Hauptverwaltungssitz oder dem Hauptgeschäftssitz des Unternehmens verknüpft, wie Gelter (2017) betont.³ Eine Delaware-Aktiengesellschaft kann ihren Hauptsitz außerhalb von Delaware haben und außerhalb des Bundesstaats Arbeitnehmer einstellen, Vermögenswerte halten, Kapital aufnehmen und Umsätze generieren. Für interne Unternehmensangelegenheiten ist dagegen das Recht des US-Bundesstaats Delaware maßgebend. Dabei unterliegt das Unternehmen weiterhin der betrieblichen, steuerlichen, arbeitsrechtlichen und sektoralen Regulierung in den Ländern, in denen es tätig ist, muss dafür jedoch keine neue rechtliche Identität annehmen. Diese Übertragbarkeit trug dazu bei, Delaware zum gesellschaftsrechtlichen Standardrahmen für Gründer, Investoren und bundesstaatsübergreifend tätige rechtliche Intermediäre zu machen – zu einer rechtlichen „Lingua franca“, wie Broughman et al. (2014) es nennen. In der EU ist die grenzüberschreitende Mobilität zwar bereits durch die Rechtsprechung zur Niederlassungsfreiheit geschützt, aber die Unternehmen unterliegen weiterhin zahlreichen nationalen gesellschaftsrechtlichen Rahmen.

Der Delaware-Standard ist nicht deshalb besonders, weil er eine einzige Gesellschaftsform zulässt, sondern weil er ein vollständiges institutionelles Ökosystem für die Gründung und das Wachstum von Unternehmen bereitstellt. Im Mittelpunkt steht die Delaware-Aktiengesellschaft, die durch flexible Gesetze, Fachgerichte, eine umfangreiche Rechtsprechung, eine effiziente Verwaltung und hochspezialisierte Rechtsdienste unterstützt wird. Diese Kombination bietet Rechtssicherheit und standardisierte Governance- und Finanzierungs-Instrumente – wie Vorzugsaktien, Optionen, Wandelanleihen, Liquidationspräferenzen, Vetorechte und die Vertretung in Leitungsgremien. Das macht Delaware zu einem einheitlichen Referenzmodell für Start-ups, Scale-ups und geografisch verstreute Investoren.

Die Attraktivität dieses Standards liegt auf der Hand: Abbildung A, Grafik a zeigt den kontinuierlich steigenden Anteil der in Delaware gestellten Unternehmensanträge mit hoher Gründungswahrscheinlichkeit („high-propensity business applications“). Abbildung A, Grafik b veranschaulicht die hohe Anzahl von Rechtsträgern, die bereits im Bundesstaat verwaltet werden. Darüber hinaus wird die Gründung einer Delaware-Gesellschaft mit zunehmender Unternehmensgröße immer häufiger: Broughman et al. (2014) stellen fest, dass 67,8 % aller wagniskapitalfinanzierten Start-ups ihren Sitz zunächst in Delaware hatten. Dieser Anteil steigt auf 79 %, wenn nachfolgende Neugründungen berücksichtigt werden. Alon-Beck (2025) stellt fest, dass rund 97 % der US-Einhörner in ihrer Stichprobe in diesem Bundesstaat ansässig waren, und Abbildung A, Grafik c zeigt, dass mehr als die Hälfte der börsennotierten US-Unternehmen in Delaware eingetragen ist. Die Dominanz von Delaware verstärkt sich zudem aufgrund der zunehmenden Präzedenzfälle und der Vertrautheit mit diesem System selbst, sodass dieser Rahmen inzwischen de facto als nationaler Standard fungiert.

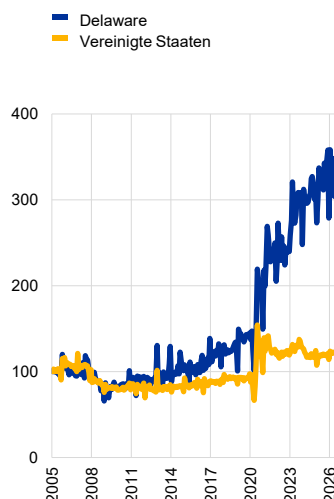
³ Diese Besonderheit wurde durch die Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Union zur Niederlassungsfreiheit zwar abgeschwächt, aber nicht beseitigt. In den Rechtssachen Centros, Überseering und Inspire Art schränkte der Gerichtshof den Spielraum der Mitgliedstaaten ein, die Anerkennung von Unternehmen mit Satzungssitz in einem anderen Mitgliedstaat zu verweigern, wodurch sich die Unternehmensmobilität in der Europäischen Union verbesserte.

Abbildung A

Unternehmensdemografie in Delaware

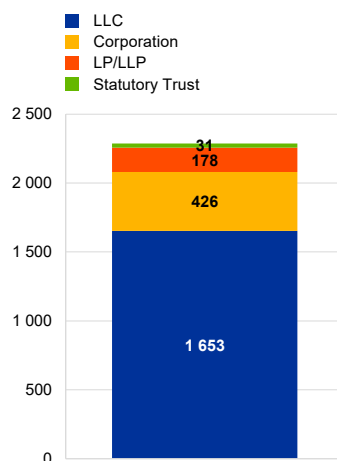
a) Unternehmensanträge mit hoher Gründungswahrscheinlichkeit in den Vereinigten Staaten

(Index: 2005: 1 = 100)



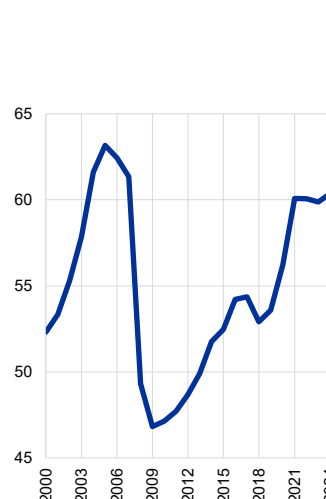
b) Aufschlüsselung der in Delaware eingetragenen Gesellschaften nach Rechtsform (2025)

(in Tsd. Gesellschaften)



c) Anteil der in Delaware eingetragenen börsennotierten US-Aktiengesellschaften

(in Prozentpunkten)



Quellen: US Census Bureau, Annual Report Statistics – Delaware Division of Corporations, Datensatz von Spamann und Wilkinson zu den historischen Gründungsstaaten von börsennotierten US-Unternehmen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unternehmensanträge mit hoher Gründungswahrscheinlichkeit sind Anträge auf Erteilung einer Steueridentifikationsnummer für Arbeitgeber („Employer Identification Number“) in Fällen, bei denen laut US Census Bureau eine hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass tatsächlich Unternehmen mit Beschäftigten entstehen. Anhaltspunkte hierfür sind Merkmale im Zusammenhang mit der Entstehung lohnsteuerpflichtiger Unternehmen, z. B. Rechtsform, geplante Einstellungen, Unternehmenserwerb und Branche. Die Daten sind saisonbereinigt. In Grafik c) stammen die Angaben zum Gründungsstaat von Spamann und Wilkinson und basieren auf Unterlagen des elektronischen Datenerhebungs-, Analyse- und Abrufsystems der US Securities and Exchange Commission. Sie beziehen sich auf den juristischen Sitz und nicht auf den Hauptsitz oder die Geschäftstätigkeit.

Die Vorteile für Unternehmen, die sich in Delaware eintragen lassen, bringen jedoch gewichtige Zielkonflikte mit sich. Kritiker wenden ein, dass dieses konzentrierte Ökosystem Manager, Mehrheitsaktionäre und erfahrene Anwaltskanzleien bevorteilen kann, was zu einer eingeschränkten Transparenz und Rechenschaftspflicht führt (Cary, 1974; Whitehead, 2025). Jüngste Fälle, in denen Unternehmen von Delaware nach Nevada und Texas abgewandert sind, verdeutlichen zudem den Zwiespalt zwischen gesundem Regulierungswettbewerb und Regulierungsarbitrage, da Unternehmen möglicherweise bestrebt sind, das Risiko für Rechtsstreitigkeiten zu senken und geringeren Beschränkungen durch Anteilseigner zu unterliegen.

3 Skalierungshemmnisse und EU Inc.: Auswirkungen auf den Lebenszyklus eines Unternehmens

Unternehmen in der EU sind mit zahlreichen rechtlichen und regulatorischen Hindernissen konfrontiert, wodurch sich die Kosten für Wachstum und grenzüberschreitende Expansion im Binnenmarkt erhöhen.⁴ Umfragedaten deuten darauf hin, dass regulatorische und administrative Anforderungen für

⁴ Schätzungen der EZB deuten darauf hin, dass die verbleibenden Hindernisse im Binnenmarkt Zöllen für Waren und Dienstleistungen in Höhe von rund 67 % bzw. 95 % entsprechen (Bernasconi et al., 2025), während die Hindernisse für die Kapitalmärkte in der EU in den vergangenen zehn Jahren nur geringfügig zurückgegangen sind (Anaya Longaric et al., 2026).

Unternehmen in der EU ein deutlich größeres Investitionshemmnis und eine größere Belastung darstellen als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 4, Grafik a). Auch der Anteil der Personal- und Managementressourcen, die für Compliance-Tätigkeiten eingesetzt werden, ist in der EU von Land zu Land sehr unterschiedlich und kann bei kleineren Unternehmen besonders hoch sein, da die Compliance-Kosten eine erhebliche Fixkostenkomponente darstellen (siehe Abbildung 4, Grafik b). Hinzu kommt das national uneinheitliche regulatorische Umfeld. Die meisten Unternehmen in der EU berichten, dass sie bei grenzüberschreitenden Geschäften unterschiedliche Standards und Verfahren einhalten müssen (EIB, 2026b).⁵

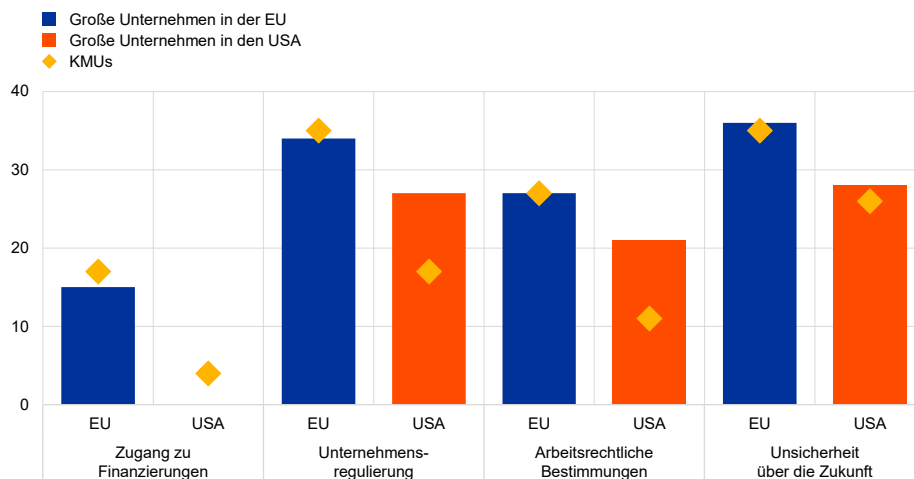
⁵ Mehr als 60 % der Unternehmen in der EU gaben an, dass sie unterschiedliche Regulierungsstandards in den einzelnen Mitgliedstaaten einhalten müssen (EIB, 2026b).

Abbildung 4

Strukturelle Investitionshemmnisse für Unternehmen in der EU und in den USA

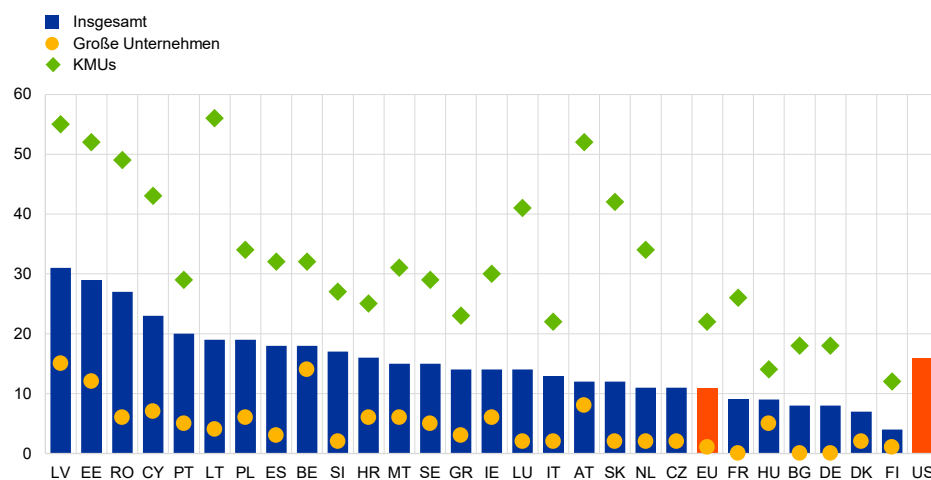
a) Wesentliche Investitionshindernisse

(in % der Befragten)



b) Unternehmen mit mehr als 10 % an Beschäftigten für regulatorische Compliance-Tätigkeiten

(in % der Befragten)



Quellen: EIB-Investitionsumfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a stellen die Balken den Anteil der Unternehmen dar, die den jeweiligen Faktor als wesentliches Hindernis für langfristige Investitionen angeben; die Rauten stellen die entsprechenden Anteile für KMUs dar. EU und USA beziehen sich auf die jeweilige Umfrage der EIB-Gruppe zur Investitionstätigkeit und Investitionsfinanzierung. Höhere Werte deuten darauf hin, dass mehr Unternehmen den Faktor als wesentliches Hindernis wahrnehmen. In Grafik b beziehen sich die EU-Daten auf die Umfrage von 2025 und die US-Daten auf die Umfrage von 2024. Für die Vereinigten Staaten sind keine Aufschlüsselungen nach Größe verfügbar.

Das Gesellschaftsrecht zählt zu den am stärksten fragmentierten Bereichen des Binnenmarkts.

Der Rechtsrahmen, nach dem ein Unternehmen gegründet wird, legt fest, welche Finanzierungsinstrumente das Unternehmen den Investoren anbieten kann, welche Governance-Regelungen es bei seiner Geschäftstätigkeit und Expansion einhalten muss, und welche Verfahren bei Marktaustritt gelten. Anders als in vielen anderen Regulierungsbereichen ändert sich das Gesellschaftsrecht jedes Mal, wenn ein Unternehmen einen Rechtsträger in einem anderen Mitgliedstaat errichtet oder umstrukturiert. Dies ist für Unternehmen, die eine stabile Präsenz in einem anderen Mitgliedstaat aufbauen, häufig erforderlich oder

wirtschaftlich vorteilhaft.⁶ Daher müssen Unternehmen, die in der EU expandieren oder investieren möchten, sich nach dem für sie und dem für ihre neuen Tochtergesellschaften geltenden Gesellschaftsrecht richten. Das kann bis zu 27 unterschiedliche Regelungen bedeuten. Gesellschaftsrechtliche Unterschiede können die Kosten einer grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeit über Tochtergesellschaften erhöhen und Investitionen, Innovation und Produktivitätswachstum hemmen.

Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Fragmentierung des Gesellschaftsrechts im Binnenmarkt lassen sich am besten anhand des Lebenszyklus von Unternehmen erläutern (siehe Schaubild 1).⁷ Nationale Unterschiede werden in den aufeinanderfolgenden Phasen der Unternehmensentwicklung zu hemmenden Faktoren. Die öffentliche Konsultation der Europäischen Kommission im Jahr 2025 bestätigte dieses Muster, da Unternehmen die Fragmentierung des Gesellschaftsrechts als wesentliches Hindernis während ihrer gesamten Entwicklung wahrnahmen. Am häufigsten wurden folgende Themen genannt: Verfahren zur Unternehmensgründung, Unternehmensmobilität, Finanzierungsvereinbarungen und Governance.⁸

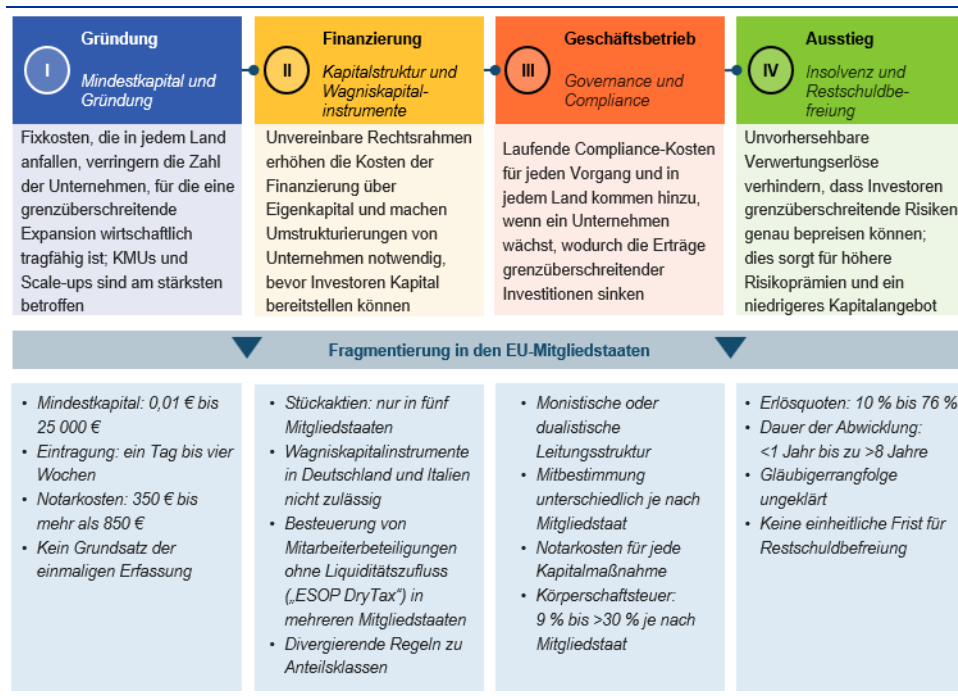
⁶ Obwohl die Grundfreiheiten der EU grenzüberschreitenden Handel und Dienstleistungen von einem einzigen Gründungsmitgliedstaat aus ermöglichen, ist eine lokale Niederlassung häufig erforderlich oder wirtschaftlich vorteilhaft aufgrund der Arbeits-, Steuer- und Genehmigungsanforderungen im Aufnahmeland, geringerer Transaktionskosten und der Präferenzen von Investoren für lokal ansässige Unternehmen.

⁷ Grundlage für den Lebenszyklus von Unternehmen ist die Literatur der Industrieökonomik zur Unternehmensdynamik, in der zwischen der Gründungs-, Wachstums-, Reife- und Austrittsphase unterschieden wird (Klepper, 1996). Der im vorliegenden Aufsatz verwendete Rahmen ist eine analytische Anpassung, die sich auf die Phasen konzentriert, in denen das Gesellschaftsrecht für Unternehmen, die in verschiedenen Mitgliedstaaten tätig sind, wirtschaftlich relevant wird.

⁸ Siehe Europäische Kommission, [Öffentliche Konsultation zu einem einheitlichen, harmonisierten Regelwerk für innovative Unternehmen in der gesamten EU – 28. Regime](#).

Schaubild 1

Fragmentierung des Gesellschaftsrechts im Binnenmarkt am Beispiel des Lebenszyklus eines Unternehmens



Quelle: EZB.

Anmerkung: „Mindestkapital“ bezieht sich auf das für die Gründung eines Unternehmens gesetzlich vorgeschriebene Kapital; „Stückaktien“ sind Aktien ohne festen Nominalwert; „Wagniskapitalinstrumente“ sind Finanzierungsinstrumente, die üblicherweise bei Wagniskapital verwendet werden, z. B. wandelbare Instrumente und Optionsscheine; „ESOP“ steht für „employee stock ownership/option plans“; „monistische/dualistische Leitungsstruktur“ bezieht sich auf ein-/zweigigliedrige Unternehmensführungsstrukturen; „Mitbestimmung“ bezieht sich auf die Mitarbeitervertretung in der Unternehmensführung; „Erlösquoten“, „Dauer der Abwicklung“, „Gläubigerrangfolge“ und „Frist für Restschuldbefreiung“ sind zentrale Merkmale nationaler Insolvenzregelungen. Diese Beispiele veranschaulichen die Unterschiede zwischen den EU-Mitgliedstaaten.

Als Reaktion darauf veröffentlichte die Kommission am 18. März einen Vorschlag zur Einführung einer neuen Gesellschaftsform mit der Bezeichnung „EU Inc.“. Mit der vorgeschlagenen Verordnung wird eine vollständig harmonisierte, optionale Rechtsform für Kapitalgesellschaften mit eindeutig identifizierbarer Bezeichnung (EU Inc.) eingeführt, die in den nationalen Rechtssystemen aller Mitgliedstaaten verfügbar ist. Alle Unternehmen in der EU können diese Rechtsform unabhängig von Größe oder Zweck annehmen. Die Verordnung ist unmittelbar anwendbar und schafft somit ein einheitliches Regelwerk für einige der wichtigsten Aspekte des Gesellschaftsrechts. Inhalt und Umfang des Regelwerks sind für jeden Mitgliedstaat, in dem ein Unternehmen gegründet wird, gleich.⁹ Ziel der Verordnung ist es, die Fragmentierung des Gesellschaftsrechts zu verringern, den Rechtsrahmen für Unternehmen zu vereinfachen und Unternehmensgründungen, Investitionen und grenzüberschreitende Expansionen zu erleichtern. Der Vorschlag stützt sich auf die Berichte von Letta und Draghi und knüpft an frühere Versuche an, die die

⁹ Der Vorschlag betrifft in erster Linie grenzüberschreitende Unternehmenstätigkeiten, d. h. die Gründung, Finanzierung, Führung und Umstrukturierung von Unternehmen, die in verschiedenen Mitgliedstaaten tätig sind. Er betrifft nicht den grenzüberschreitenden Handel mit Gütern und Dienstleistungen.

Erwartungen nicht erfüllten, z. B. die Societas Europaea.¹⁰ In den folgenden Abschnitten wird der Vorschlag über den gesamten Lebenszyklus eines Unternehmens hinweg analysiert.

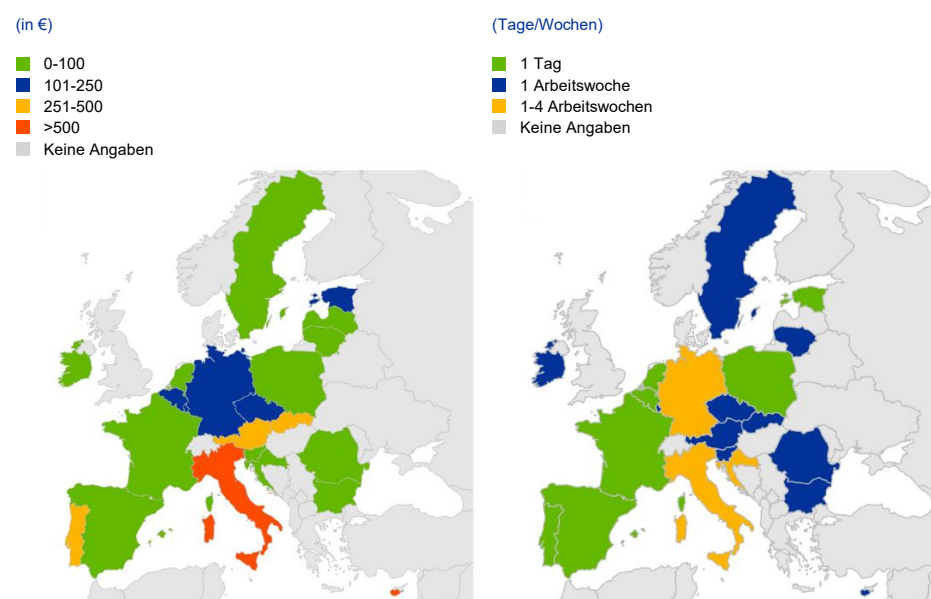
3.1 Grenzüberschreitende Niederlassung

Die Errichtung einer rechtmäßigen Niederlassung in einem anderen EU-Mitgliedstaat kann erhebliche Fixkosten verursachen (siehe Schaubild 2). Zwar können Unternehmen grundsätzlich auch dann einen anderen EU-Markt bedienen, wenn sie nicht in diesem Mitgliedstaat eingetragen sind. Wenn sie allerdings eine stabile lokale Präsenz anstreben, errichten sie häufig Tochtergesellschaften als neue Rechtsträger. In diesem Fall fällt die Fragmentierung des Gesellschaftsrechts ins Gewicht, da die Tochtergesellschaften nach dem Recht des Aufnahmelandes eingetragen werden. Dies bedeutet, dass sie andere Gründungsverfahren und Mindestkapitalregeln einhalten und gleichzeitig die damit verbundenen Verwaltungskosten und die für die Gründung erforderliche Zeit aufbringen müssen.

Schaubild 2

Kosten und Zeitaufwand für die Gründung eines neuen Unternehmens im Jahr 2025

a) Verwaltungskosten für die Gründung eines Start-ups b) Zeit für die Gründung eines Unternehmens



Quellen: Europe Startup Nations Alliance SNS Scoreboard und Natural Earth (für Kartendaten).

Anmerkung: Werte auf Basis von Expertenkonsultationen mit dem Ziel, die endgültigen verbindlichen Eintragungskosten für Unternehmen unter 100 € zu senken und das Verfahren für Start-ups innerhalb eines Tages abzuwickeln. Die Angaben beziehen sich auf 2025.

¹⁰ Der 2001 eingeführte Rechtsrahmen der Societas Europaea blieb hinter den Erwartungen zurück. Dies lag vor allem daran, dass er sich bei wichtigen Aspekten der Unternehmensregulierung weiterhin an einzelstaatlichem Recht orientierte. Die Inanspruchnahme ist mit rund 3 000 Eintragungen nach wie vor begrenzt und konzentriert sich auf große Unternehmen, die die Mindestkapitalanforderung von 120 000 € erfüllen können. Empirische Belege zeigen, dass die geringe Inanspruchnahme dem genannten Festhalten an einzelstaatlichen Regelungen, der hohen Kapitalschwelle und komplexen grenzüberschreitenden Gründungsanforderungen geschuldet ist.

Um diese Kosten zu senken, wird mit der vorgeschlagenen Verordnung eine vereinfachte und harmonisierte Gesellschaftsform eingeführt. Die

Gesellschaftsform kann über eine gemeinsame digitale Schnittstelle eingetragen werden, die auf dem System zur Verknüpfung von Unternehmensregistern (BRIS) aufbaut. Dabei sollen der Zeitraum für die Eintragung 48 Stunden und die Verwaltungskosten maximal 100 € betragen. Mit dem Vorschlag werden die obligatorischen Mindestkapitalanforderungen aufgehoben, auf Verwaltungsverfahren wird der Grundsatz der einmaligen Datenerfassung angewandt, und Unternehmen können eine EU Inc. über mehrere Wege errichten, etwa über Neugründungen, grenzüberschreitende Fusionen, Spaltungen und Umwandlungen.

Diese Maßnahmen könnten die Markteintrittskosten von Unternehmen sowie die Kosten einer Expansion in andere Mitgliedstaaten erheblich senken, obschon der voraussichtliche Nutzen davon abhängen wird, wie die Maßnahmen in den Mitgliedstaaten umgesetzt werden. Dabei haben sie das

Potenzial, Fixkosten für Markteintritt, Rechtsanpassung, Vertragsabschlüsse und Compliance zu reduzieren und die voraussichtlichen Kosten einer künftigen Expansion zu senken, indem sie den Unternehmen ermöglichen, das Regime ohne Änderung ihrer rechtlichen Identität zu übernehmen. Da die Regelung allen Kapitalgesellschaften offensteht, werden auch komplexe Zulassungskriterien auf Basis von Unternehmensgröße oder Innovationsstatus vermieden. Gleichwohl unterliegen EU-Inc.-Unternehmen weiterhin nationalen Vorschriften in Bezug auf Steuern, Arbeitgeberregistrierung, Zulassung und sektorspezifische administrative Angelegenheiten. Darüber hinaus beruhen Gründung und Vollstreckung weiterhin auf vernetzten, wenn auch immer noch nationalen Gesellschaftsregistern. In einem weiteren Schritt plant die Europäische Kommission, ab 2030 ein zentrales EU-Register einzurichten, um die Eintragung schrittweise aus der aktuellen länderbasierten Architektur herauszulösen.

3.2 Grenzüberschreitende Finanzierung

Eigenkapitalinstrumente und Mitarbeiteraktienoptionen werden in den nationalen Regelungen unterschiedlich behandelt (siehe Tabelle 1). Diese

Unterschiede erhöhen die rechtliche Komplexität und können dazu führen, dass wagniskapitalgestützte Finanzierungsmodelle für bestimmte Länder weniger gut geeignet sind. Dieser Nachteil kommt insbesondere bei innovativen Unternehmen zum Tragen, deren Wachstum in der Regel von sukzessiven Eigenkapitalfinanzierungsrunden mit wechselnden Investorenrechten und zunehmend komplexen Kapitalstrukturen abhängt.

Tabelle 1

Vergleich der Rahmenregelungen für Mitarbeiteraktienoptionen in den einzelnen Mitgliedstaaten

	Mitarbeiter- steuersatz	Zeitpunkt der Mitarbeiter- besteuerung	Arbeitgeber- besteuerung	Minderheits- aktionäre und Verwaltungs- aufwand	Plan- umfang	Ausübungs- preis
EE						
LV						
LT						
FR						
PT						
DE						
CZ						
G						
R						
AT						
IT						
PL						
IE						
N						
O						
SE						
ES						
DK						
BE						
NL						
FI						

Quellen: Not Optional Latest Country Rankings und EZB.

Anmerkung: Not Optional, eine Initiative von Index Ventures und einigen führenden europäischen Unternehmern zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit europäischer Start-ups, bewertet die „Freundlichkeit“ nationaler Regelungen für Mitarbeiteraktienoptionen auf einer Skala von eins (am schlechtesten – dunkelrot) bis fünf (am besten – dunkelblau). Dabei werden sechs Faktoren betrachtet: Mitarbeitersteuersatz, Zeitpunkt der Mitarbeiterbesteuerung, Arbeitgeberbesteuerung, Minderheitsaktionäre und Verwaltungsaufwand, Planumfang und Ausübungspreis. Konkret bezeichnet der „Mitarbeitersteuersatz“ die anzuwendenden Steuer- und Sozialabgaben, während der „Zeitpunkt der Mitarbeiterbesteuerung“ dem Zeitpunkt des Entstehens der Steuerschuld entspricht. „Arbeitgeberbesteuerung“ bezeichnet die entsprechenden Steuer- und Sozialabgaben des Unternehmens, und der „Planumfang“ erfasst, welche Unternehmen und Mitarbeiter begünstigt werden können. Der Faktor „Minderheitsaktionäre und Verwaltungsaufwand“ beinhaltet die Kosten und Auflagen, die mit der Erstellung des Plans und der Tatsache verbunden sind, dass Mitarbeiter Minderheitsaktionäre werden. Der „Ausübungspreis“ schließlich bezeichnet die Flexibilität, Ausübungspreise unterhalb der jüngsten Finanzierungsbewertung festzulegen.

Um diesen Beschränkungen entgegenzuwirken, wird mit der vorgeschlagenen Verordnung ein harmonisierter Finanzierungsrahmen eingeführt, der in allen Mitgliedstaaten gilt. Gemäß der Verordnung sind Stückaktien, differenzierte Anteilsklassen, Vorzugsaktien, Optionsscheine und wandelbare Instrumente zulässig; zugleich werden die an Wagniskapitalmärkten üblichen Finanzierungsvereinbarungen explizit berücksichtigt, darunter das Simple Agreement for Future Equity (SAFE) und Instrumente nach dem Vorbild des Keep It Simple Security (KISS).¹¹ Mit dem Vorschlag wird auch ein optionaler europäischer Mitarbeiterbeteiligungsplan (EU-ESOP) eingeführt. Damit soll die

¹¹ SAFE und KISS sind standardisierte Instrumente zur Finanzierung in der Frühphase, die es Investoren ermöglichen, einem Start-up Kapital zur Verfügung zu stellen und im Gegenzug in einer zukünftigen Finanzierungsrunde Unternehmensanteile zu erhalten. Dadurch wird die Unternehmensbewertung auf einen späteren Zeitpunkt verschoben und die Ausgestaltung von Investitionen in der Frühphase vereinfacht.

eigenkapitalbasierte Vergütung erleichtert und die Fähigkeit der Unternehmen verbessert werden, hochqualifizierte Fachkräfte zu gewinnen und im Unternehmen zu halten. Darüber hinaus bekommen EU-Inc.-Gesellschaften mit dem Vorschlag die Möglichkeit, die Zulassung zum Handel über ein multilaterales Handelssystem zu beantragen, was ihre Skalierungskapazitäten unterstützt.

Diese Bestimmungen könnten die Finanzierungsbedingungen über zwei sich gegenseitig ergänzende Kanäle verbessern. Zum einen verringert die Standardisierung von Finanzierungsinstrumenten die Rechtsunsicherheit und die Transaktionskosten, indem sie die Notwendigkeit für länderspezifische rechtliche Anpassungen begrenzt und die Verwendung einer einheitlichen Investitionsdokumentation erleichtert. In ihrer Folgenabschätzung geht die Europäische Kommission von Einsparungen in Höhe von rund 1 100 € je Finanzierungsrunde und von einem Betrag von 1 780 € bis 2 850 € bei einer Übertragung von Anteilen auf dem Sekundärmarkt aus. Diese Einsparungen kommen insbesondere in den Start- und Frühphasen zum Tragen, in denen die fixen Rechtskosten im Verhältnis zum Umfang der Transaktionen hoch sind. Zudem könnten eine erkennbare EU-Inc.-Gesellschaftsform und vernetzte Register die Kosten für das Screening und die Sorgfaltsprüfung ausländischer Investoren senken und eine stärkere grenzüberschreitende Teilnahme an europäischen Wagniskapitalmärkten ermöglichen. Zum anderen könnte der vorgeschlagene EU-ESOP die Fähigkeit der Unternehmen verbessern, Talente zu gewinnen und im Unternehmen zu halten, indem die zugrunde liegenden Anteile erst bei Veräußerung und nicht bei Zuteilung, Erdienung („Vesting“) oder Ausübung besteuert werden. Dies würde die Liquiditätsbelastung durch nicht liquide Eigenkapitalanteile verringern. Gleichwohl könnten die Mitgliedstaaten die Steuersätze und die Einstufung der Beteiligungserträge von Beschäftigten nach wie vor im eigenen Ermessen festlegen, und zugleich würden allgemeinere Unterschiede bei den Zulassungsbedingungen, den Bewertungsregeln und den Verwaltungsverfahren die Übertragbarkeit von Mitarbeiterbeteiligungsplänen im Binnenmarkt weiterhin einschränken.

3.3 Grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit

Wenn Unternehmen innerhalb des Binnenmarkts expandieren, entstehen ihnen wiederkehrende Compliance-Kosten, die sich aus Unterschieden bei den Governance-Regelungen, den Rechten der Anteilseigner und den Leitungsstrukturen in den einzelnen Mitgliedstaaten ergeben.¹² Zusätzliche Unterschiede bei den Mitbestimmungs-, Prüfungs- und Berichtspflichten erhöhen die

¹² Die Strukturen von Leitungsorganen, die Rechte der Anteilseigner, die Stimmrechtsmodalitäten und die Zusammensetzung der Leitungsorgane unterscheiden sich von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat. Einige Länder wie Schweden schreiben monistische, andere wie Deutschland hingegen dualistische Modelle vor. Unterschiedliche Steuerregelungen erhöhen die Komplexität weiter: So reichen die Körperschaftsteuersätze von 9 % in Ungarn bis zu mehr als 30 % in Deutschland. Auch die Regeln für Abzüge von Forschungs- und Entwicklungskosten, Abschreibungen und die Absetzbarkeit von Zinsen weichen voneinander ab.

organisatorische Komplexität für Unternehmen, die in mehreren Ländern eine Geschäftstätigkeit ausüben, zusätzlich.¹³

Mit der vorgeschlagenen Verordnung wird ein gemeinsamer Governance-Rahmen geschaffen, der in allen Mitgliedstaaten gilt. EU-Inc.-Gesellschaften bieten durch harmonisierte Satzungen ein hohes Maß an vertraglicher Flexibilität und weisen als Standard-Governance-Modell eine monistische Leitungsstruktur auf. Darüber hinaus ermöglichen und vereinheitlichen sie die Nutzung standardmäßig digitaler Verfahren für eine breite Palette von Unternehmensverfahren, einschließlich Aktionärsversammlungen, Kapitaltransaktionen und Satzungsänderungen. Der Wegfall der obligatorischen notariellen Mitwirkung bei Kapitaltransaktionen könnte für Unternehmen, die im Zuge ihres Wachstums sukzessive Finanzierungsrunden durchführen, von erheblicher Bedeutung sein. Darüber hinaus können harmonisierte Vorschriften zu den Rechten der Anteilseigner die Rechtsunsicherheit für Minderheitsaktionäre und externe Investoren verringern, wodurch die Kosten für die Sorgfaltsprüfung und für Transaktionen sinken. Allerdings unterliegen die Vorschriften zur Beteiligung der Arbeitnehmer weiterhin dem Recht des Mitgliedstaats, in dem das Leitungsorgan seinen Sitz hat. Die Anforderungen in Bezug auf die Beteiligung der Mitarbeiter an Unternehmensentscheidungen können daher weiterhin von Land zu Land variieren – auch für Unternehmen, die gemäß der EU-Inc.-Regelung gegründet wurden.

3.4 Ausstieg

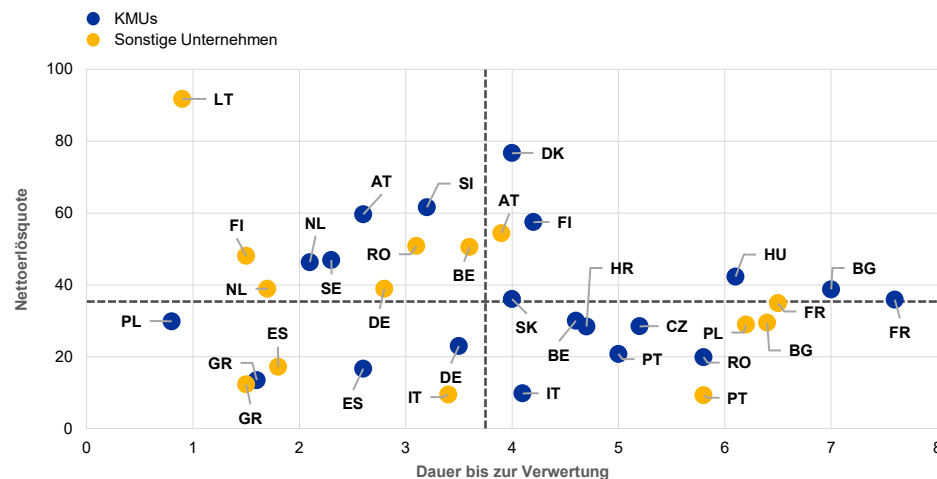
Effiziente Ausstiegsmechanismen sind für die Umschichtung von Ressourcen nach einer Insolvenz und für die Förderung der unternehmerischen Risikokultur unerlässlich, da sie die erwarteten Renditen der Investoren beeinflussen. Ausstiegs- und Umstrukturierungskosten belasten innovative Hochtechnologiesektoren, in denen das Insolvenzrisiko naturgemäß höher ist, stark (Coatanlem und Coste, 2025; Bothner et al., 2026). Gleichwohl unterscheiden sich die nationalen Insolvenzrahmen nach wie vor erheblich in Bezug auf die Erlösquoten, die Abwicklungsdauer und die unternehmerische Restschuldbefreiung (siehe Abbildung 5). Dies erhöht die Rechtsunsicherheit und könnte grenzüberschreitende Investitionen hemmen.

¹³ Die Schwellen für die Mitbestimmung und ihre Bindung an nationale Rechtsformen haben vor allem in Deutschland zu einer Diskussion über Unternehmen geführt, die ausländische Rechtsformen verwenden oder auf eine Europäische Gesellschaft (Societas Europaea) umstellen; in diesem Fall ist für den Grad der Beteiligung der Zeitpunkt der Gründung ausschlaggebend. Solche Strukturen wurden als rechtmäßig eingestuft, und im Rahmen der Verhandlungen über das 28. Regime werden derzeit entsprechende Schutzbestimmungen erörtert.

Abbildung 5

Heterogenität der Insolvenz von KMUs und sonstigen Unternehmen in der EU

(x-Achse: in Jahren; y-Achse: in %)



Quelle: Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) (2025).

Anmerkung: Die Nettoerlösquote und die Dauer bis zur Verwertung sind gewichtete Mittelwerte. Kredite an KMUs und sonstige Unternehmen, die förmlichen Vollstreckungsverfahren unterliegen, nach Vollstreckungsland; Kredite werden mit dem zum Zeitpunkt der Insolvenz ausstehenden Nominalbetrag gewichtet. Die zugrunde liegenden Daten der EBA basieren auf AnaCredit und speziellen Erhebungen von Bankdaten. Länder mit weniger als 500 KMUs oder zehn gemeldeten Unternehmenskrediten werden nicht berücksichtigt, um sicherzustellen, dass die Länderdurchschnitte auf einer ausreichenden Anzahl von Beobachtungen basieren. Die gestrichelten Linien stellen die länderübergreifenden Mediane dar. Die Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2023.

Mit der vorgeschlagenen Verordnung werden vollständig digitale und beschleunigte Liquidationsverfahren für solvente Unternehmen und vereinfachte Insolvenzregelungen für innovative Start-ups eingeführt.

Dazu zählen gestraffte Verfahren und elektronische Auktionen. Durch diese Bestimmungen lassen sich die Verwaltungskosten im Zusammenhang mit der Auflösung von Unternehmen senken, die Verfahrenseffizienz verbessern und die Vorhersehbarkeit der Ergebnisse von Liquidationen erhöhen. Auf diese Weise sinkt der Unsicherheitsaufschlag, den Investoren derzeit bei einem grenzüberschreitenden Engagement einkalkulieren. Schnellere und transparentere Ausstiegsverfahren können auch insolvenzbedingte Kosten verringern, den unternehmerischen Neuanfang erleichtern und die Reallokation von Kapital und Arbeit in Richtung einer produktiveren Nutzung verbessern. Armour und Cumming (2008) zeigen, dass sich effizientere Austrittsregelungen positiv auf die Selbstständigen- und die Markteintrittsquoten auswirken. Dies deutet darauf hin, dass Verbesserungen der Effizienz beim Marktausstieg auf die vorgelagerte Entscheidung zurückwirken, risikoreiche Projekte überhaupt in Angriff zu nehmen und zu skalieren.

Zugleich bleibt das allgemeine Ausstiegsumfeld in Europa durch den Vorschlag größtenteils unverändert.

In dieser Hinsicht verfolgt die Verordnung einen gezielteren Ansatz als die übrigen vorstehend erörterten Bestimmungen, die allen Unternehmen offenstehen, die sich für eine Eintragung als EU-Inc.-Gesellschaft entscheiden. Der vereinfachte Insolvenzrahmen gilt nur für innovative Start-ups, wodurch die meisten Unternehmen weiterhin den bestehenden nationalen Regelungen unterliegen. Darüber hinaus werden Insolvenzverfahren, Gläubigerhierarchien und Gerichtsverfahren nach wie vor weitgehend durch die

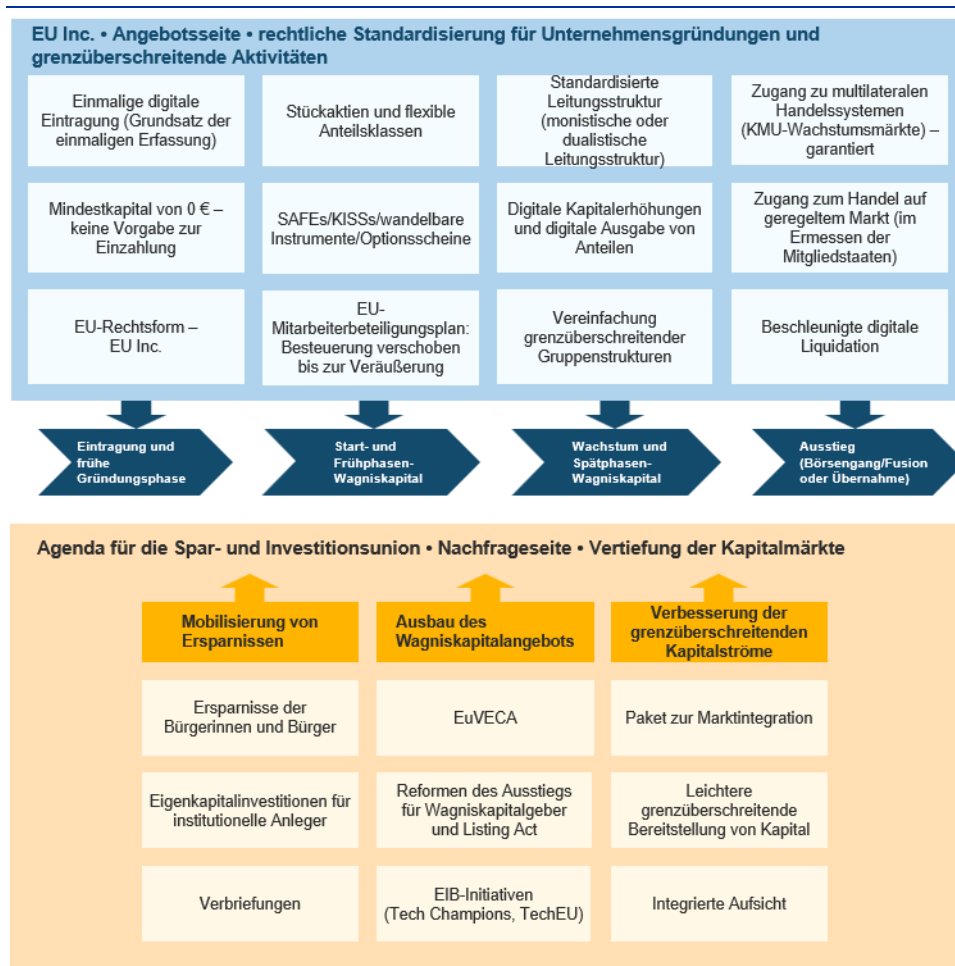
nationalen Rechtsvorschriften geregelt, sodass die beträchtlichen Unterschiede bei den Erlösquoten und der Abwicklungsdauer bestehen bleiben dürften.

Am anderen Ende des Unternehmenslebenszyklus wird mit dem Vorschlag nicht auf die Hemmnisse eingegangen, die erfolgreiche Unternehmen daran hindern, zu skalieren und über die Börse auszustiegen. In dem Vorschlag ist der Zugang zu multilateralen Handelssystemen vorgesehen, die für jüngere Unternehmen besonders wichtig sind. Allerdings bietet er Unternehmen, die sich in einer Reifephase befinden und einen breiteren Zugang zu Kapital benötigen, keinen gleichermaßen integrierten Zugang zu geregelten Märkten. Wird ein solcher Zugang weiterhin durch innerstaatliches Recht geregelt, wird der Fragmentierung in der Skalierungs- und Ausstiegsphase nicht entgegengewirkt. Damit könnten Börsengänge eingeschränkt und die Ausstiegsmöglichkeiten von Wagniskapital sowie die Unternehmensbewertungen geschwächt werden.

Die Finanzierungsbestimmungen der EU-Inc.-Regelung ergänzen die Ziele der Spar- und Investitionsunion im weiteren Sinne. Mit der EU-Inc.-Regelung sollen rechtliche Unstimmigkeiten, die den Zugang von Unternehmen zu externem Eigenkapital beeinträchtigen, durch die Schaffung eines harmonisierten Unternehmensrahmens verringert werden. Die Spar- und Investitionsunion zielt darauf ab, Ersparnisse zu mobilisieren und die Allokation von Risikokapital durch Vertiefung und Integration der Kapitalmärkte zu verbessern. Insofern fördert die EU-Inc.-Regelung das Angebot an Gesellschaftsformen, in die investiert werden kann, während die Spar- und Investitionsunion die Nachfrage nach grenzüberschreitenden Investitionen ausweiten soll.

Schaubild 3

Wechselwirkungen zwischen EU Inc. und der Agenda für die Spar- und Investitionsunion



Quelle: EZB.

Diese Komplementarität zeigt sich besonders an den Wagniskapitalmärkten.

Durch die Senkung der Kosten für rechtliche Transaktionen und die Vereinheitlichung der Instrumente zur Unternehmensfinanzierung verringert die EU-Inc.-Regelung die Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen und fördert die stärkere Integration der Kapitalmärkte. Letztlich hängt ihre Wirksamkeit aber von der Verfügbarkeit von Investoren ab, die bereit sind, Kapital grenzüberschreitend einzusetzen. Umgekehrt dürfte ein vertiefter und stärker integrierter europäischer Kapitalmarkt dann gelingen, wenn Unternehmen unter einem gemeinsamen gesellschaftsrechtlichen Rahmen operieren. Dies gilt insbesondere für die Verringerung der Finanzierungslücke in den späteren Phasen der Unternehmensentwicklung in Europa. Hier sind die Möglichkeiten durch fragmentierte öffentliche Aktienmärkte und vergleichsweise unterentwickelte Sekundärmärkte begrenzt. Die EU-Inc.-Regelung und die Spar- und Investitionsunion sollten als sich gegenseitig verstärkende Initiativen angesehen werden. So verringert die eine die Fragmentierung des Gesellschaftsrechts, während die andere den Kapitalpool zur Finanzierung von Wachstum erweitert.

4 Voraussetzungen für die wirtschaftliche Wirksamkeit der EU-Inc.-Regelung

Die EU-Inc.-Regelung wird als optionales gesellschaftsrechtliches Regime neben den bestehenden nationalen gesellschaftsrechtlichen Rahmen bestehen.

Eine Quantifizierung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen kann im Rahmen dieses Aufsatzes nicht erfolgen, da die Wirksamkeit des neuen Regimes von den Entscheidungen der Unternehmen über eine Inanspruchnahme der neuen Regelung und von ergänzenden politischen Reformen abhängt. Gleichwohl deuten Simulationen des IWF darauf hin, dass Reformen, die Hindernisse für den Markteintritt von Unternehmen verringern und die Insolvenzrahmen verbessern, beträchtliche wirtschaftliche Vorteile generieren können (Dizioli et al., 2026).

Eine erste Voraussetzung für den Erfolg ist, dass das Regime attraktiv genug bleibt, um sich am Markt umfassend durchzusetzen.

Die Anreize für Unternehmen, eine EU-Inc.-Gesellschaft zu gründen, dürften je nach Mitgliedstaat unterschiedlich sein. Die Inanspruchnahme dürfte am höchsten ausfallen, wenn die nationalen Rechtsrahmen vergleichsweise restriktiv bleiben oder Verwaltungsaufwand mit sich bringen. Die Europäische Kommission geht in ihrer Folgenabschätzung davon aus, dass über einen Zeitraum von zehn Jahren rund 300 000 Unternehmen eine EU-Inc.-Gesellschaft gründen könnten, wodurch Unternehmen Verwaltungskosten von 328 Mio. € bis 440 Mio. € einsparen würden.¹⁴ Diese Ersparnisse dürften vor allem auf einfachere Eintragungsverfahren, den Grundsatz der einmaligen Erfassung, den Wegfall der Mindestkapitalanforderungen und digitalisierte Schließungsverfahren zurückzuführen sein.

Die zweite Voraussetzung ist die einheitliche Umsetzung in der gesamten EU.

Zwar wird mit der Verordnung ein gemeinsamer materieller gesellschaftsrechtlicher Rahmen festgelegt, doch bleiben wichtige Aspekte wie Eintragungsverfahren, Verwaltungspraktiken, Streitbeilegung und Teile des Gründungsprozesses in den nationalen Rechtssystemen verankert. Abweichungen bei Verwaltungspraktiken oder der rechtlichen Auslegung könnten die Rechtssicherheit verringern und die Vorteile durch die Harmonisierung untergraben. Um Bedenken im Zusammenhang mit der Vollstreckung und Streitbeilegung auszuräumen, schlägt die Kommission den Mitgliedstaaten vor, die Einrichtung spezialisierter Gerichtskammern für EU-Inc.-Rechtsfälle in Erwägung zu ziehen.

Drittens sollte die EU-Inc.-Regelung durch umfassendere Binnenmarktreformen ergänzt werden. Damit könnten das Wachstum und die grenzüberschreitende Expansion von Unternehmen unterstützt werden.

Besteuerung, Arbeitsmarktregulierung und Mitbestimmung, Insolvenzregelungen und sektorspezifische Rechtsvorschriften werden weiterhin im Wesentlichen durch die

¹⁴ Siehe Europäische Kommission (2026), [Commission Staff Working Document – Impact assessment report accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – ‘EU INC’](#).

einzelstaatlichen Rechtsrahmen festgelegt.¹⁵ Auch wenn der Vorschlag den gesellschaftsrechtlichen Aspekt der Fragmentierung verringern könnte, beseitigt er nicht die allgemeine regulatorische Komplexität, die mit der Geschäftstätigkeit in verschiedenen Mitgliedstaaten verbunden ist. Inwieweit er die Skalierungsentscheidungen von Unternehmen unterstützen kann, wird daher von zusätzlichen Fortschritten in anderen Bereichen abhängen, darunter auch die Agenda der Spar- und Investitionsunion. Dieses Potenzial wird in Kasten 2 erörtert.

Schließlich dürfte die langfristige Wirkung der EU-Inc.-Regelung von einer sich selbst verstärkenden Netzwerkdynamik abhängen. Mit zunehmender Inanspruchnahme dürften Investoren, Rechtsberater, Finanzintermediäre und Gerichte immer mehr Erfahrung mit einem gemeinsamen gesellschaftsrechtlichen Rahmen sammeln, sodass die Rechtsunsicherheit abnimmt, Vertragspraktiken standardisiert werden und die Transaktionskosten weiter sinken. Die Erfahrungen mit dem gesellschaftsrechtlichen Rahmen von Delaware zeigen, wie ein optionaler Rechtsrahmen sich durch Netzwerkeffekte schrittweise in einen allgemein anerkannten Marktstandard wandeln kann. Zudem verdeutlichen die Erfahrungen, wie wichtig es ist, die rechtliche Harmonisierung durch Fachgerichte, erworbenes juristisches Fachwissen, tiefe Kapitalmärkte und ein einheitliches föderales Rechtsumfeld zu ergänzen.

Kasten 2

Wie geht es weiter? Beschränkungen und pragmatische Wege

Daphne Momferatou und Leo Orlygsson

Der Vorschlag der Europäischen Kommission wird derzeit im Europäischen Parlament und im Rat der Europäischen Union erörtert, wobei eine endgültige Einigung bis Ende 2026 erwartet wird. Die Debatten über den Vorschlag und eine etwaige künftige Ausweitung über das Gesellschaftsrecht hinaus dürften von allgemeineren gesellschaftlichen und politischen Präferenzen in Bezug auf Risikobereitschaft, Besteuerung, Arbeitsmärkte und andere sensible Themen geprägt sein.

Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass Europäer den politischen Systemen ihres Landes und öffentlichen Dienstleistungen einen höheren Wert beimessen, während für US-Amerikaner Freiheit und Chancen wichtiger sind (siehe Abbildung A). Erkenntnisse zu den Unterschieden zwischen der EU und den USA belegen, dass die geringere Beteiligung am Aktienmarkt in der EU auf eine niedrigere Risikotoleranz, ein geringeres Vertrauen in die Märkte und Defizite beim grundlegenden Finanzwissen hindeutet (Christelis et al., 2026). Diese Präferenzen sind ein Grund für die Unterschiede bei den institutionellen Rahmen, so auch für die Abwägung zwischen Stabilität, Umverteilung, Regulierung und Unterstützung der unternehmerischen Risikobereitschaft. Ebenso lassen sie darauf schließen, dass die Unterstützung von Reformen, die erhebliche soziale Zielkonflikte beinhalten, je nach Land und Interessenträgern unterschiedlich sein dürfte.¹⁶

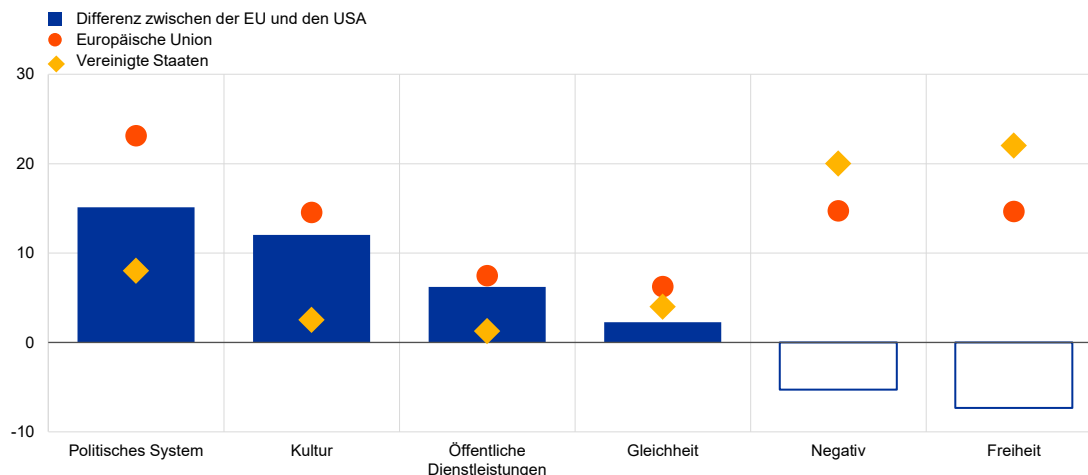
¹⁵ Im Ansatz der Kommission kommen zum Teil Beschränkungen des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) zum Ausdruck: Obwohl die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts durch eine Verordnung nach Artikel 114 AEUV mit qualifizierter Mehrheit betrieben werden kann, erfordern mehrere interagierende Bereiche sowie die Unternehmensbesteuerung nach Artikel 115 AEUV und bestimmte Aspekte des Arbeitsrechts Einstimmigkeit im Rat der Europäischen Union. Somit ist eine umfassende bereichsübergreifende Harmonisierung über ein einziges Instrument in politischer und rechtlicher Hinsicht schwer zu erreichen.

¹⁶ Siehe auch die entsprechende Diskussion bei Wunsch und Langenus (2026).

Abbildung A

Gründe für Nationalstolz in der Europäischen Union und in den Vereinigten Staaten

(Anteil der Befragten, die angeben, warum sie stolz auf ihr Land sind; Differenz zwischen den Anteilen in der EU und den USA in Prozentpunkten)



Quellen: Pew Research Center und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Antworten auf die Pew Global Attitudes Survey vom Frühjahr 2025. Die EU-Werte sind BIP-gewichtete Durchschnitte von neun Mitgliedstaaten (Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Ungarn, Niederlande, Polen und Schweden). Positive Werte zeigen an, dass die Anteile in der EU höher sind als in den Vereinigten Staaten. Die Kategorie „negativ“ bezieht sich auf Antworten, die einen Mangel an Stolz ausdrücken.

Ein vollständig harmonisierter EU-Rahmen für das Gesellschaftsrecht ist schwer umzusetzen. Ein optionales Regime, das parallel zu den 27 bestehenden nationalen Regelungen verfügbar ist, stellt daher eine pragmatische Alternative dar, die es Unternehmen ermöglicht, sich für einen gemeinsamen Rahmen zu entscheiden – unter Beibehaltung der nationalen Systeme. Drei sich ergänzende Wege könnten die schrittweise Entwicklung unterstützen. Dies würde auch Fragen betreffen, die nicht in den Anwendungsbereich des Vorschlags fallen.

Der erste Weg bestünde in einer differenzierten Integration durch eine verstärkte Zusammenarbeit oder durch Koalitionen der Willigen unter bestimmten Mitgliedsstaaten.¹⁷ Das Einheitspatent und das einheitliche Patentgericht veranschaulichen, wie ein optionaler EU-weiter Rahmen entstehen kann, wenn Einstimmigkeit sonst schwer zu erreichen ist. In Bezug auf die EU-Inc.-Regelung könnte eine solche Zusammenarbeit flankierende Komponenten wie Fachgerichte, eine standardisierte Investitionsdokumentation und einheitliche Berichterstattungsinstrumente fördern.

Der zweite Weg umfasst regulierungstechnische Experimente durch Reallabore oder Pilotregelungen. In Bezug auf die EU-Inc.-Regelung könnte so getestet werden, ob die Harmonisierung vor allem im Hinblick auf die Regulierung wirksam ist, bevor das Regime in der EU vollständig eingeführt wird. Die DLT-Pilotregelung zeigt, dass die kontrollierte Erprobung neuer Marktinfrastrukturen mit den Zielen des Anlegerschutzes und der Finanzstabilität vereinbar sein kann.¹⁸ Ebenso könnte der vorgeschlagene gesellschaftsrechtliche EU-Inc.-Rahmen

¹⁷ Die verstärkte Zusammenarbeit ist ein formeller Mechanismus auf Basis des EU-Vertrags, der es einer Gruppe von EU-Mitgliedstaaten ermöglicht, untereinander verbindliche EU-Regeln zu verabschieden. Eine Koalition der Willigen beschreibt indessen eine informelle Vereinbarung für eine Zusammenarbeit außerhalb eines spezifischen EU-Rechtsrahmens.

¹⁸ Die EZB hat das Pilot-Regime und dessen Ausweitung begrüßt, betont aber die Notwendigkeit eines breiteren Rechtsrahmens für tokenisierte Vermögenswerte. Siehe die [Grundsatzrede](#) von P. Cipollone bei einer Veranstaltung des House of the Euro zum Thema „Building Europe’s integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation“.

technologische Lösungen in den einzelnen Mitgliedstaaten ergänzen.¹⁹ Ein ähnlicher Ansatz für erfolgreich umgesetzte EU-weite Reallabore könnte auf das Steuer- und Arbeitsrecht angewandt werden.

Ein dritter Weg bestünde in einer marktgetriebenen Konvergenz hin zu einer freiwilligen Inanspruchnahme. Sollte sich die EU-Inc.-Regelung für junge grenzüberschreitende Unternehmen und Investoren als attraktiv erweisen, könnte die freiwillige Inanspruchnahme selbst die Integration fördern. Der Wettbewerbsdruck könnte nationale Behörden dazu bewegen, ihre Rahmenbedingungen zu modernisieren, sodass sich durch eine unabhängige Anpassung der Marktpraktiken und nicht durch eine von oben vorgegebene Harmonisierung Konvergenz erreichen lässt. Im Laufe der Zeit könnte dies eine breitere Konvergenz über diejenigen Unternehmen hinaus fördern, die die EU-Inc.-Regelung unmittelbar nutzen.

5 Schlussbemerkungen

Auch wenn sich die Erkenntnis immer weiter durchsetzt, dass sich die Herausforderungen Europas im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit um Skalierung und Internationalisierung drehen, bleibt die gesellschaftsrechtliche Dimension weitgehend unberücksichtigt. Die Koexistenz von 27 nationalen gesellschaftsrechtlichen Rahmen bedeutet, dass Unternehmen, die innerhalb des Binnenmarkts expandieren, weiterhin einer rechtlichen Fragmentierung bei Gründung, Finanzierung, Governance und Ausstieg ausgesetzt sind.

Vor diesem Hintergrund stellt das vorgeschlagene EU-Inc.-Regime einen wichtigen Schritt hin zu einer stärkeren Harmonisierung des Gesellschaftsrechts dar. Durch die Einführung eines optionalen gemeinsamen gesellschaftsrechtlichen Rahmens kann es die rechtliche Fragmentierung verringern, die Transaktionskosten senken und die Planbarkeit einer grenzüberschreitenden Unternehmenstätigkeit verbessern. Folglich könnte es zu einem wichtigen Bestandteil eines stärker integrierten europäischen Geschäfts- und Investitionsumfelds werden. Gleichwohl wird sein gesamter wirtschaftlicher Nutzen davon abhängen, ob im Rahmen der Agenden für den Binnenmarkt und die Spar- und Investitionsunion weitere Fortschritte erzielt werden, darunter insbesondere eine stärkere Kapitalmarktintegration und die weitere Verringerung der regulatorischen Fragmentierung.

Die Erfahrungen mit anderen Gesellschaftsrechtssystemen legen nahe, dass die Vorteile einer Harmonisierung über den Rechtstext hinaus reichen. Die Wirksamkeit eines gemeinsamen gesellschaftsrechtlichen Rahmens hängt von seiner formalen Ausgestaltung sowie von der Rechtssicherheit, den Marktpraktiken und den institutionellen Erfahrungen ab, die sich im Zeitverlauf herauskristallisieren. Die endgültige Wirkung des Vorschlags wird ferner dadurch bedingt sein, ob im

¹⁹ In seiner Grundsatzrede mit dem Titel „Building the rails for Europe’s tokenised financial markets“ unterstrich P. Cipollone, dass technologische Lösungen allein die rechtliche Fragmentierung nicht überwinden können. Zugleich hob er hervor, welche Fortschritte mit dem zugrunde liegenden EU-Inc.-Rechtsrahmen erzielt werden könnten.

Gesetzgebungsverfahren ein hinreichend harmonisierter Rahmen beibehalten wird. Dieser muss überdies so umgesetzt werden, dass er kohärent genug ist, um einen anerkannten europäischen Unternehmensstandard zu fördern, der das Wachstum von Unternehmen im gesamten Binnenmarkt unterstützen kann.

Die EU-Inc.-Regelung ist keine Patentlösung für die Herausforderungen, denen sich Europa in Bezug auf Skalierung und Internationalisierung

gegenübersieht. Als optionales Regime wird die wirtschaftliche Wirkung davon abhängen, ob die Unternehmen bereit sind, es in Anspruch zu nehmen, und ob es in den einzelnen Mitgliedstaaten einheitlich umgesetzt wird. Darüber hinaus konzentriert sich der Vorschlag bewusst auf das Gesellschaftsrecht, sodass ergänzende Faktoren, die das Wachstum von Unternehmen beeinflussen, wie Besteuerung und Arbeitsmarktregulierung, nicht berücksichtigt werden. Auch mehrere Beschränkungen, die in den späteren Phasen der Unternehmensentwicklung besonders zum Tragen kommen, wie etwa breitere Insolvenzrahmen, die Tiefe der öffentlichen Aktienmärkte, die Verfügbarkeit von Wachstumskapital in der Spätphase sowie die justizielle Integration, werden im Vorschlag größtenteils nicht behandelt. Die Verhandlungen über das EU-Inc.-Regime laufen derzeit noch, wobei der Rat der Europäischen Union die Mitgesetzgeber aufgefordert hat, bis Ende 2026 eine Einigung zu erzielen.²⁰ Die endgültige Fassung wird mit darüber entscheiden, ob Europa ein Umfeld schaffen kann, in dem innovative Unternehmen nicht nur starten, sondern auch skalieren, investieren und in Europa bleiben können.

Literaturverzeichnis

Adilbish, O. E., Cerdeiro, D. A., Duval, R. A., Hong, G. H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H. H. und Vaziri, M. (2025), [Europe's Productivity Weakness: Firm-level Roots and Remedies](#), Working Paper des IWF, Nr. 2025/040, Februar.

Alon-Beck, A. (2025), [Incorporating Unicorns: An Empirical Analysis](#), Houston Law Review, Bd. 62, Ausgabe 5, S. 891-952.

Anaya Longaric, P., Bellinghausen, L., Parisi, L., Quaglietti, L. und van Overbeek, F. (2026), [Beurteilung der grenzüberschreitenden Integration der Märkte für Beteiligungskapital im Euroraum: Evidenz aus einem Gravitationsmodell](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 3/2026.

Andrews, D., Criscuolo, C. und Gal, P. N. (2016), [The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy](#), Productivity Working Papers der OECD, Nr. 2016-5, OECD Publishing, Paris.

Armour, J. und Cumming, D. (2008), Bankruptcy law and entrepreneurship, American Law and Economics Review, Bd. 10, Ausgabe 2, S. 303-350.

²⁰ Der Vorschlag der Europäischen Kommission wird derzeit im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren verhandelt und im Rat der Europäischen Union sowie im Europäischen Parlament erörtert. Der endgültige Text kann daher von dem Kommissionsvorschlag abweichen, da die EU-Gesetzgeber einen eigenen Standpunkt erarbeiten.

Baumann, A., Gati, Z., Vinci, F., Wolf, G. (2026), [Die Wagniskapitallücke in Europa und die Finanzierung wachstumsstarker Unternehmen](#), Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2026.

Bernasconi, R., Cordemans, N., Gunnella, V., Pongetti, G. und Quaglietti, L. (2025), [Das noch ungenutzte Potenzial des EU-Binnenmarkts](#), EZB, Wirtschaftsbericht 8/2025.

Bothner, J., Lopez-Garcia, P., Momferatou, D. und Setzer, R. (2026), [Why is Europe lagging behind in high tech sectors? The role of institutional and regulatory quality](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3185.

Broughman, B., Fried, J. M. und Ibrahim, D. (2014), Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence, The Journal of Law and Economics, Bd. 57, Nr. 4, S. 865-895.

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.

Cary, W. L. (1974), [Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware](#), The Yale Law Journal, Bd. 83, Nr. 4, S. 663-705.

Cipollone, P. (2026), [Building the rails for Europe's tokenised financial markets](#), Grundsatzrede bei einer Veranstaltung zum Thema „Building Europe's Integrated Digital Asset Ecosystem: From Vision to implementation“, veranstaltet vom House of the Euro, Brüssel, 23. März.

Coatanlem, Y. und Coste, O. (2025), [Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms](#), IEP@BU Working Paper Series, Universität Bocconi.

Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. und Meyer, J. (2026), [Stockholding in Europe: Evidence from the Consumer Expectations Survey](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3239.

Christelis, D., la Franca, I., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. und Meyer, J., (2026), [Why do euro area consumers \(not\) invest in stocks?](#), SUERF Policy Brief, Nr. 1518, SUERF.

CompNet (2025), [Firm Productivity Report](#), April.

Dizioli, A., Fotiou, A. und Garrido, J. M. (2026), [Towards a 28th European Enterprise Regime: A Single Rulebook to Enable Cross-Border Scale-Up in Europe](#), Departmental Paper Series, Nr. 2026/014, Internationaler Währungsfonds.

Draghi, M. (2024), [The future of European competitiveness](#), Europäische Kommission, September.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde (2025), [Call for advice for the purposes of benchmarking of national loan enforcement frameworks \(Final report\)](#), Oktober.

Europäische Investitionsbank (EIB) (2026a), [Drivers of relocation by innovative EU startups and scaleups](#).

Europäische Investitionsbank (EIB) (2026b), [EIB Investment Report 2025/2026](#).

Eurosystem work stream on productivity, innovation and technological progress (2021), [Key factors behind productivity trends in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 268.

Fedotenkov, I. und Vandeplas, A. (2026), [Demographic Change and Business Dynamics in the EU](#), European Economy Discussion Papers, Nr. 251, Europäische Kommission.

Fuest, C., Gros, D., Mengel, P.-L., Presidente, G. und Tirole, J. (2024), [EU Innovation Policy: How to Escape the Middle Technology Trap](#), ifo Institut.

Gelter, M. (2017), Centros, the Freedom of Establishment for Companies and the Court's Accidental Vision for Corporate Law, in: F. Nicola und B. Davies (Hrsg.), *EU Law Stories: Contextual and Critical Histories of European Jurisprudence*, Cambridge University Press, S. 309-337.

Klepper, S. (1996), Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle, *American Economic Review*, Bd. 86, Nr. 3, S. 562-583.

Letta, E. (2024), [Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens](#), April.

OECD (2021), [Understanding Firm Growth: Helping KMUs Scale up](#), OECD Studies on KMUs and Entrepreneurship, OECD Publishing, Paris.

OECD (2026), [OECD Compendium of Productivity Indicators 2026](#), OECD Publishing, Paris.

Schnabel, I. (2026), Made in Europe, Rede bei einem Vortrag zum Gedenken an Eugen Böhm von Bawerk, Österreichische Akademie der Wissenschaften, Wien, 11. Februar.

Whitehead, C. K. (2025), Delaware's Agency Problem, Cornell Legal Studies Research Paper Series, Nr. 25-25, Cornell University Law School, August.

Weik, S., Achleitner, A. K. und Braun, R. (2024), Venture capital and the international relocation of startups, *Research Policy*, Bd. 53, Ausgabe 7.

Wunsch P. und Langenus G. (2026), [Eurosclerosis 2.0 in a Changing World: From Repetition to Rupture](#), Policy Paper, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique.

Verteidigungsausgaben und ihre kurz- und längerfristigen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen

Cristina Checherita-Westphal, Marta Rodríguez-Vives, Tibor Lalinský und Miles Parker

1 Einleitung

Die meisten europäischen Länder haben sich verpflichtet, ihre Verteidigungsausgaben in den kommenden zehn Jahren deutlich zu erhöhen.

Gestützt wird dieser Trend durch die Bemühungen der Nordatlantikvertrags-Organisation (NATO), eine höhere Zielvorgabe für die Verteidigungsausgaben zu erreichen, sowie durch die jüngsten europäischen Initiativen, die darauf abzielen, die Investitionen in die Verteidigung zu beschleunigen und die strategische Autonomie Europas zu stärken. Die NATO-Mitgliedsländer verpflichteten sich auf dem NATO-Gipfel im Juni 2025, bis 2035 jährlich 5 % des BIP auszugeben. Auf dem NATO-Gipfel im Juli 2026 bekräftigten die Mitgliedsländer sowohl diese Verpflichtung zu höheren Ausgaben als auch ihre Unterstützung für die Ukraine. Das Ziel von 5 % des BIP teilt sich auf in 3,5 % für Kern-Verteidigungsausgaben und 1,5 %, die für andere verteidigungs- und sicherheitsrelevante Maßnahmen verwendet werden können.

Die meisten europäischen Länder senkten ihre Verteidigungsausgaben in den vergangenen drei Jahrzehnten nach dem Ende des Kalten Krieges deutlich.

Diese Reallokation öffentlicher Mittel ermöglichte die Unterstützung anderer politischer Prioritäten. Allerdings trug sie auch zu unzureichenden Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit, zu einer fragmentierten technologischen und industriellen Basis der europäischen Verteidigung (EDTIB) und zu einer wachsenden Abhängigkeit von Lieferanten aus Drittländern (vor allem aus den Vereinigten Staaten) für kritische militärische Systeme bei. Eine solche Fragmentierung bedeutet erhebliche wirtschaftliche Kosten aufgrund von doppelter Beschaffung, begrenzten Skaleneffekten und geringeren Anreizen für Innovationsfähigkeit. Der Wiederaufbau der Verteidigungskapazitäten und die Stärkung der EDTIB erfordern eine nachhaltige Finanzierung, eine bessere Koordinierung zwischen den EU-Mitgliedstaaten und stärker integrierte Beschaffungsstrategien.

Mehrere EU-weite Initiativen unterstützen nun die Erhöhung der Verteidigungsausgaben und den Ausbau der EDTIB.

Im März 2025 brachte die Europäische Kommission den Plan „Bereitschaft 2030“ auf den Weg. Erstens unterstützt der Plan eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben auf nationaler Ebene. Dementsprechend ermöglicht die Aktivierung der nationalen Ausweichklauseln des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) den EU-Mitgliedstaaten, Investitionen und andere Verteidigungsausgaben über zuvor vereinbarte Grenzen hinaus zu erhöhen. Die Abweichung ist auf maximal 1,5 % des BIP im Zeitraum von 2025 bis 2028 begrenzt und hängt davon ab, dass die mittelfristige Schuldentragfähigkeit gewahrt bleibt. Zweitens beinhaltet der Plan das

Instrument „Sicherheitsmaßnahmen für Europa“ (SAFE) mit einer Gesamtkapazität von 150 Mrd. €, um den EU-Mitgliedstaaten Kredite zur Förderung von Verteidigungsinvestitionen durch gemeinsame Beschaffung zu gewähren. Drittens wird die Europäische Investitionsbank auf der Grundlage des Plans „Bereitschaft 2030“ beauftragt, ihre Kreditvergabe für Verteidigungs- und Sicherheitsprojekte auszuweiten und zu skalieren. Und schließlich verstärken verschiedene andere EU-Initiativen die Sicherheitshilfe für die Ukraine. Sie haben vielleicht keine direkten Auswirkungen auf die Wirtschaft des Euroraums, können aber indirekt zu einer Verbesserung der Sicherheit und der militärischen Fähigkeiten in Europa beitragen.¹

Die aggregierten Verteidigungsausgaben des Euroraums könnten laut der Haushaltsdatenbank von JANES in den kommenden zehn Jahren um fast 1 Prozentpunkt des BIP steigen und 2035 bei 2,5 % des BIP liegen.² Eine Aufschlüsselung nach Ausgabenarten zeigt, dass der Ausgabenanstieg mittelfristig auf die Beschaffungsaktivitäten zurückzuführen sein dürfte, während über längere Zeithorizonte die Ausgaben für Personal sowie für Betrieb und Instandhaltung dominieren dürften (siehe Abbildung 1). Die Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E) im Bereich Verteidigung im Euroraum sind marginal – im Gegensatz zum erwarteten Beitrag für die gesamte NATO.

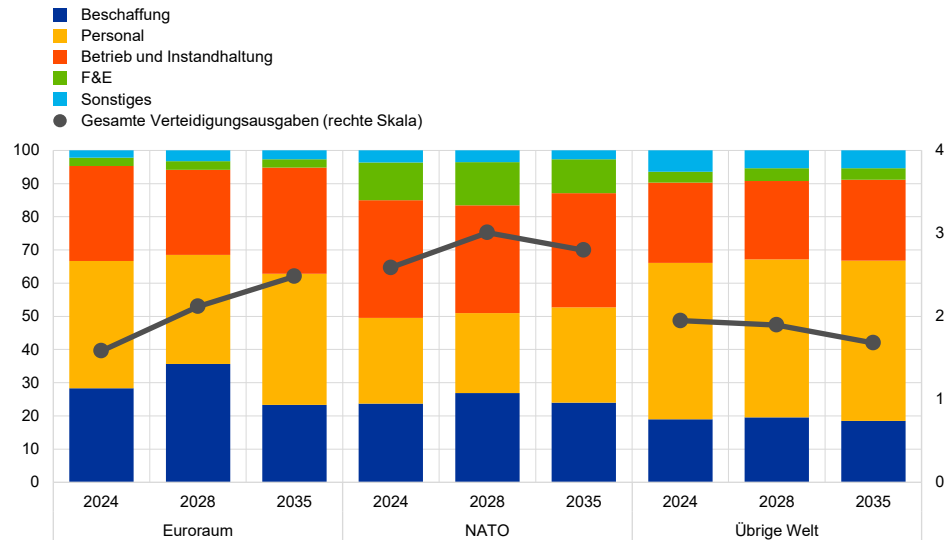
¹ Siehe Europäische Kommission (2025), [Kommission präsentiert Weißbuch zur europäischen Verteidigung und zum Plan „ReArm Europe“/Bereitschaft 2030](#), Pressemitteilung vom 19. März 2025, und anschließende Dokumentation. Zuletzt verabschiedete der Europäische Rat Rechtsvorschriften, auf deren Grundlage der Ukraine ein Darlehen in Höhe von 90 Mrd. € zur Verfügung gestellt wird. Siehe Europäischer Rat (2026), [Rat finalisiert 90 Mrd. €-Darlehen zur Unterstützung der Ukraine](#), Pressemitteilung vom 23. April. Dieses Darlehen wird durch EU-Anleihen auf den Kapitalmärkten finanziert und durch Spielraum im EU-Haushalt abgesichert.

² Die Datenbank JANES Defence Budget (JDB) ist eine kommerzielle Datenbank, die Daten und Projektionen zu den Verteidigungshaushalten von 112 Ländern für den Zeitraum von 2005 bis 2036 liefert. Wann immer möglich, verwendet JDB Haushaltskennzahlen aus offiziellen Regierungsquellen: laufende und angekündigte Programme, Weißbücher, Verteidigungsstrategien, Finanzierungsankündigungen und zehnjährige Prognosen auf Basis von Ausrüstungsaustauschzyklen. In Kasten 1 werden lediglich die offiziellen auf der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates (COFOG) basierenden Daten mit jenen aus der NATO-Datenbank verglichen.

Abbildung 1

Entwicklung der Verteidigungsausgaben nach Ausgabenart (2024 bis 2035)

(linke Skala: Anteile an den gesamten Verteidigungsausgaben; rechte Skala: in % des BIP)



Quellen: JANES-Datenbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Angaben für das Euroraum-Aggregat sind Malta und Zypern nicht enthalten. In den Angaben für das NATO-Aggregat sind die nicht der NATO angehörenden Euroraum-Länder Irland, Malta, Österreich und Zypern nicht enthalten. In den Angaben für die übrige Welt sind die NATO-Mitgliedsländer nicht enthalten. Basierend auf Daten von JANES. F&E steht für Forschung, Entwicklung, Tests und Evaluierung.

Höhere Verteidigungsausgaben in Europa haben mehrere

gesamtwirtschaftliche Implikationen. Die Militärausgaben beeinflussen die Wirtschaftsleistung über drei Hauptkanäle: Nachfrage, Angebot und Sicherheit (Dunne et al., 2005). Kurz- bis mittelfristig kurbeln Staatsausgaben für Infrastruktur, Militärpersonal und Verteidigungsgüter die Binnennachfrage an. Wie groß der Einfluss auf die Wirtschaftstätigkeit ist, hängt unter anderem davon ab, inwieweit die Ausgaben innerhalb der Binnenwirtschaft getätigt werden. Längerfristig können Verteidigungsausgaben das gesamtwirtschaftliche Angebot verbessern, indem sie den Kapitalstock der Wirtschaft erhöhen und Innovationen und technologische Entwicklung fördern. Schließlich kann eine Stärkung der inneren Sicherheit dazu beitragen, die negativen Auswirkungen der geopolitischen Unsicherheit auf Konsum und Investitionen abzumildern (Brignone et al., 2026). Im Folgenden wird in Abschnitt 2 eine Bestandsaufnahme der Verteidigungsausgaben in den Ländern des Euroraums durchgeführt. Ferner wird die Statistik der Verteidigungsausgaben erörtert. In Abschnitt 3 werden die kurz- und mittelfristigen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen höherer Verteidigungsausgaben behandelt. Der Schwerpunkt liegt dabei auf dem Zeithorizont der von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen. Abschließend werden in Abschnitt 4 die längerfristigen Einflüsse auf die Angebotsseite und das Wirtschaftswachstum betrachtet.

2 Länderübergreifender Vergleich der Verteidigungsausgaben im Euroraum

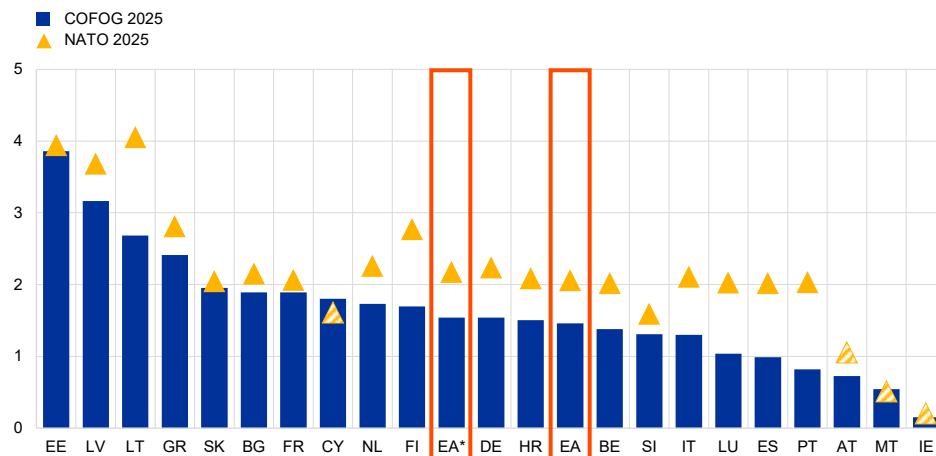
Der Anteil der Verteidigungsausgaben am BIP stieg 2025 in den meisten europäischen Ländern gegenüber 2024 an, wenngleich er nur in vier Euro-Ländern über 2 % lag (siehe Abbildung 2). Die COFOG-Daten zu den Verteidigungsausgaben sind die zentrale Referenz, um anhand der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu analysieren, wie hoch die Staatsausgaben für Verteidigung sind. Sie sind auch die Messgröße, die zur Beurteilung der Aktivierung der nationalen Ausweichklauseln gemäß den Fiskalregeln der EU verwendet wird. Den Daten zufolge gaben unter den Ländern des Euroraums, die NATO-Mitglieder sind, die baltischen Länder und Griechenland 2025 mehr als 2 % des BIP für Verteidigung aus, während die Slowakei, Bulgarien und Frankreich in der Nähe dieses Schwellenwerts lagen. Dagegen waren die Ausgaben der nicht der NATO angehörenden Euro-Länder unverändert niedrig (z. B. Irland 0,1 % des BIP oder entsprechend 0,3% des BNE*,³ Malta 0,5 % des BIP und Österreich 0,7 % des BIP). Eine Ausnahme bildete Zypern, das 1,8 % des BIP ausgab. Im Vergleich zu 2024 stieg das geschätzte Euroraum-Aggregat 2025 leicht um 0,1 Prozentpunkte auf fast 1,5 % des BIP. Werden nur die Länder des Euroraums berücksichtigt, die der NATO angehören, so liegt der geschätzte Durchschnitt für 2025 knapp über 1,5 % des BIP.

³ Das modifizierte Bruttonationaleinkommen (BNE*) ist ein vom irischen Statistikamt veröffentlichter Indikator, der die Größe der irischen Wirtschaft unter Ausschluss von Globalisierungseffekten messen soll. Er subtrahiert die Abschreibungen auf geistiges Eigentum, die Abschreibungen auf geleaste Flugzeuge und das Nettofaktoreinkommen von Aktiengesellschaften, die ihren Sitz nach Irland verlegt haben, vom gesamten Bruttonationaleinkommen.

Abbildung 2

Verteidigungsausgaben gemäß COFOG- und NATO-Datenquellen

(in % des BIP)



Quellen: Eurostat (2026b, April 2026), NATO (Juli 2026) und Europäische Verteidigungsagentur.

Anmerkung: Die Europäische Verteidigungsagentur (EDA) erhebt Daten von den Verteidigungsministerien aller EU-Mitgliedstaaten und einiger Nicht-EU-Länder, und zwar unabhängig von deren NATO-Mitgliedschaft. Die Reihenfolge der Länder richtet sich nach dem Anteil der COFOG-Verteidigungsausgaben am BIP im Jahr 2025. Für Irland, Spanien und die Niederlande werden die COFOG-Daten für 2025 anhand der COFOG-Daten für 2024 und anhand des Anstiegs der Verteidigungsinvestitionen im Zeitraum von 2024 bis 2025 approximiert. Für Italien und Zypern werden die COFOG-Daten für 2025 anhand der COFOG-Daten für 2023 und anhand des Anstiegs der Verteidigungsinvestitionen im Zeitraum von 2023 bis 2025 approximiert. Für die nicht der NATO angehörenden EU-Mitgliedstaaten werden die NATO-Verteidigungsausgaben für 2025 anhand der jüngsten verfügbaren EDA-Daten zu den Verteidigungsausgaben für 2025 approximiert und durch die schraffierten gelben Dreiecke gekennzeichnet. Es werden zwei geschätzte Euroraum-Aggregate angezeigt: Euroraum (EA) umfasst alle 21 Länder, während Euroraum* (EA*) nur die der NATO angehörenden Länder des Euroraums enthält.

Das Verhältnis der Verteidigungsausgaben zum BIP ist laut NATO-Daten in den meisten Euro-Ländern gestiegen.

Die Abweichungen zwischen der COFOG- und der NATO-Datenbank beruhen auf mehreren Faktoren, die in Kasten 1 erläutert werden. Generell vergrößerten sich die Unterschiede zwischen den beiden Datenquellen im Jahr 2025, was auf zeitliche Unterschiede bei der Erfassung größerer Anschaffungen von Ausrüstung zurückzuführen sein könnte. So zeigen die COFOG-Daten 2025 für Deutschland für das Jahr 2025 eine Quote von 1,5 % des BIP, während die NATO-Daten bei 2,2 % des BIP liegen. Gemäß der NATO-Messgröße haben alle der NATO angehörenden Länder des Euroraums mit Ausnahme Sloweniens bei ihren Verteidigungsausgaben bereits 2 % des BIP erreicht. Das geschätzte NATO-Aggregat für den Euroraum lag 2025 bei annähernd 2,2 % des BIP (und bei 2,0 % des BIP für das Aggregat aller Euro-Länder).

In den meisten Ländern des Euroraums stiegen die öffentlichen Investitionen in Verteidigung im Jahr 2025 und machten mehr als 20 % des Verteidigungsbudgets aus (siehe Abbildung 3).

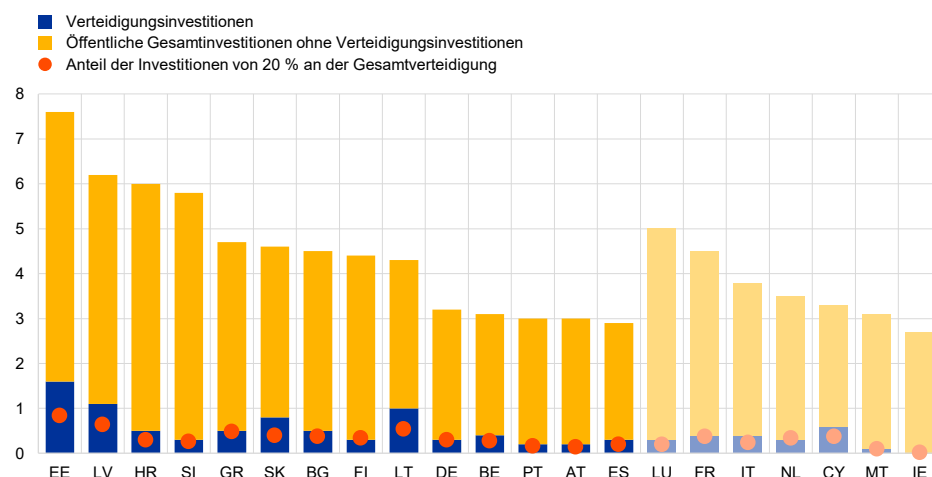
Die Verteidigungsausgaben fließen überwiegend in die Arbeitnehmerentgelte, gefolgt von Vorleistungen und Investitionen, wobei die Zusammensetzung im Zeitverlauf recht stabil ist. Nach nur geringen Veränderungen im Jahr 2024 meldeten die meisten Euro-Länder 2025 jedoch einen Anstieg des Verhältnisses von Verteidigungsinvestitionen zum BIP. Das Euroraum-Aggregat der Investitionen in Verteidigung wuchs gegenüber 2024 insgesamt um 0,3 Prozentpunkte des BIP. Darüber hinaus stellten die meisten Euro-Länder 2025 mehr als 20 % ihres Verteidigungshaushalts für Investitionen bereit. In den meisten Ländern des Euroraums entfällt zwar nur ein relativ geringer Anteil der gesamten öffentlichen Investitionen auf Verteidigung, doch sie werden sowohl zu

einer stärker strukturellen Komponente als auch zu einem relevanteren Element der langfristigen Wachstums- und Fiskalstrategie Europas. Im Laufe der Zeit kann dies aufgrund der spezifischen Kosten für die Aufrechterhaltung eines höheren Bestands an militärischer Ausrüstung auch zu höheren laufenden Ausgaben (Vorleistungen) führen.

Abbildung 3

Öffentliche Investitionen und Verteidigungsinvestitionen im Jahr 2025

(in % des BIP)



Quelle: Eurostat (2026b, April 2026).

Anmerkung: Die Reihenfolge der Länder entspricht den gesamten öffentlichen Investitionsausgaben (P.51g) in Relation zum BIP im Jahr 2025. Die Verteidigungsinvestitionen sind im SWP als Bruttoanlageinvestitionen (P.51g) definiert. Die Euro-Länder werden unterteilt in die Länder, die die nationale Ausweichklausel aktiviert haben (Balken links) und die Länder, die die nationale Ausweichklausel nicht aktiviert haben (hellere Balken rechts).

Kasten 1

Zum Verständnis der Statistiken der Verteidigungsausgaben

Marta Rodríguez-Vives

Der jüngste Anstieg der Verteidigungsausgaben lässt sich nicht einfach beurteilen, da unterschiedliche statistische Rahmenwerke nebeneinander bestehen. Die beiden am häufigsten verwendeten Quellen sind die COFOG- und die NATO-Statistik der Verteidigungsausgaben, die beide auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen basieren. Sie haben einen weitgehend ähnlichen Umfang und zielen darauf ab, die Ressourcen zu erfassen, die für die Verteidigung aufgewendet werden. Allerdings unterscheiden sie in Bezug auf die Grundsätze der Rechnungslegung und die statistischen Ziele.

Die COFOG-Verteidigungsausgaben (Abteilung 02) stellen eine funktionale Klassifikation der Staatsausgaben innerhalb des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010) dar. Sie sind daher der bevorzugte Rahmen für die Analyse, welche Rolle die Verteidigungsausgaben für die öffentlichen Finanzen und die Finanzpolitik in der EU spielen. Mit der NATO-Statistik sollen hingegen die Bemühungen im Bereich der Verteidigung und die militärischen Fähigkeiten der Allianzmitglieder überwacht werden. Sie beruht auf einem etwas weiter gefassten Konzept. Die NATO-Zahlen zu den Verteidigungsausgaben sind daher generell höher als die Verteidigungsausgaben gemäß COFOG (siehe Eurostat, 2026a, 2026b). Die Diskrepanzen zwischen den beiden Messgrößen lassen sich durch mehrere Faktoren erklären.

1. Die NATO-Ausgaben werden weitgehend nach dem Kassenprinzip erfasst, während die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen dem Prinzip der Periodenabgrenzung folgen: Ausgaben werden bei einer Veränderung des wirtschaftlichen Eigentums erfasst, nicht bei Zahlungen. Dies kann in einzelnen Jahren zu erheblichen Unterschieden führen, wenn in Phasen einer Wiederaufrüstung große militärische Anschaffungen mit langen Lieferzeiten getätigt werden. Die Diskrepanzen zwischen der Rechnungslegung nach dem Kassenprinzip und nach der Periodenabgrenzung gehen jedoch nach vollständiger Eigentumsübertragung langfristig tendenziell zurück.
2. Der Umfang der Kern-Verteidigungsausgaben ist im Rahmen der NATO-Verpflichtung mit 3,5 % des BIP weiter gefasst. Darunter fallen insbesondere die Militärrenten, die Gesundheitsausgaben für Militärangehörige sowie sonstige Kosten für Verteidigung und Sicherheit. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden die Renten für Militärangehörige unter soziale Sicherung (COFOG-Abteilung 10) und die Gesundheitsausgaben für Militärangehörige unter Gesundheitswesen (COFOG-Abteilung 07) erfasst.
3. Eine größere Herausforderung ergibt sich aus der NATO-Verpflichtung, zusätzliche Mittel von 1,5 % des BIP bereitzustellen. Hierfür gibt es nämlich keine einzelne gleichwertige Entsprechung in COFOG. Die Komponente „Sonstige verteidigungs- und sicherheitsbezogene Ausgaben“ umfasst den Schutz kritischer Infrastruktur, Verteidigungsnetzwerke, die zivile Bereitschaft und Widerstandsfähigkeit, Innovationen und die Stärkung der Rüstungsindustrie. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden diese Ausgaben auf verschiedene COFOG-Funktionen verteilt, insbesondere auf die Bereiche allgemeine öffentliche Verwaltung (Abteilung 01), öffentliche Ordnung und Sicherheit (Abteilung 03) und wirtschaftliche Angelegenheiten (Abteilung 04).
4. Eine weitere statistische Klärung betrifft den Bereich der Verteidigungsfähigkeit, da die Zusammensetzung der Ausgaben mindestens ebenso wichtig ist wie ihr aggregiertes Niveau. Arbeitnehmerentgelte und Vorleistungen, das heißt Waren und Dienstleistungen, die bei der täglichen Erbringung von Verteidigungsleistungen eingesetzt werden (beispielsweise Kraftstoff, Wartung und Reparatur, Logistik und sonstige betriebliche Vorleistungen), tragen in erster Linie zur Aufrechterhaltung bestehender Fähigkeiten bei. Die Kapitalbildung spiegelt hingegen den Aufbau von Vermögenswerten wider, die die Verteidigungsfähigkeit erweitern oder modernisieren. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (Tabelle A) umfassen die staatlichen Verteidigungsinvestitionen die Bruttoanlageinvestitionen (P.51g), die der COFOG-Abteilung 02 (Verteidigung) zugerechnet werden, einschließlich militärischer Waffensysteme und militärischer Infrastruktur.⁴ Ein wesentlicher Teil des Aufbaus militärischer Kapazitäten kann jedoch unter den Vorratsveränderungen (P.52) erfasst sein. Munition, Granaten, Raketen, Bomben und sonstige zum einmaligen Gebrauch bestimmte Militärgüter werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nicht als Anlagevermögen behandelt. Vielmehr werden sie bis zu ihrer Verwendung als Vorräte und anschließend als Vorleistungen verbucht. Bei einem Ausschluss der Vorräte würden die Mittel zu niedrig angesetzt, die zur Stärkung der Verteidigungsfähigkeit im aktuellen geopolitischen Umfeld aufgewendet werden. Wie von der Europäischen Kommission (2025) hervorgehoben, erfasst die Kapitalbildung die langfristigen

⁴ Gemäß ESVG 2010 (Ziffer 20.190) umfassen militärische Waffensysteme Fahrzeuge und andere Ausrüstungen wie Kriegsschiffe, U-Boote, Militärflugzeuge, Panzer und Raketenabschussvorrichtungen, die für mehr als ein Jahr kontinuierlich bei der Produktion von Dienstleistungen der Verteidigung eingesetzt werden.

Investitionen in militärische Fähigkeiten. Sie umfasst nicht nur die militärische Infrastruktur und Waffensysteme wie Flugzeuge, Kriegsschiffe und Panzer, sondern auch den Aufbau von Munitions- und Raketenvorräten. Aus diesem Grund könnte sich die künftige Analyse der Verteidigungsinvestitionen nicht allein auf die Bruttoanlageinvestitionen (P.51g), sondern auch auf die Bruttoinvestitionen (P5) konzentrieren, da diese eine umfassendere Messgröße für die Ressourcen sind, die zur Stärkung der militärischen Fähigkeiten eingesetzt werden (siehe Tabelle A).

5. Schließlich stützen sich COFOG und die NATO auf unterschiedliche Quellen für den BIP-Nenner.

Tabelle A

Verteidigungsausgaben in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen: Welche Komponenten beziehen sich auf militärische Kapazitäten?

Komponente (ESVG-Code)	Beispiele	Relevanz für den Kapazitätsaufbau
Arbeitnehmerentgelt (D.1)	Gehälter und Zulagen für Militärangehörige	Aufrechterhaltung bestehender Kräfte
Vorleistungen (P.2)	Kraftstoff, Wartungskosten, Logistik, Ausbildung	Unterstützung der operativen Bereitschaft. Ausbildung ist für die aktuellen und künftigen militärischen Fähigkeiten wichtig.
Monetäre Sozialleistungen (D.62)	Militärrenten und zugehörige Leistungen	Begrenzte direkte Auswirkungen auf die aktuellen Fähigkeiten
Bruttoanlageinvestitionen (P.51g)	Flugzeuge, Kriegsschiffe, Panzer, militärische Infrastruktur, Waffensysteme	Hoch
Vorratsveränderungen (P.52)	Munition, Granaten, Raketen, Bomben, militärische Ersatzteile	Hoch
Bruttoinvestitionen (P.5 = P.51g + P.52)		Beste Messgröße für Investitionen in künftige militärische Kapazitäten

Quelle: eigene Darstellung auf Basis des ESVG 2010.

3 Kurz- und mittelfristige fiskalische und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen steigender Verteidigungsausgaben

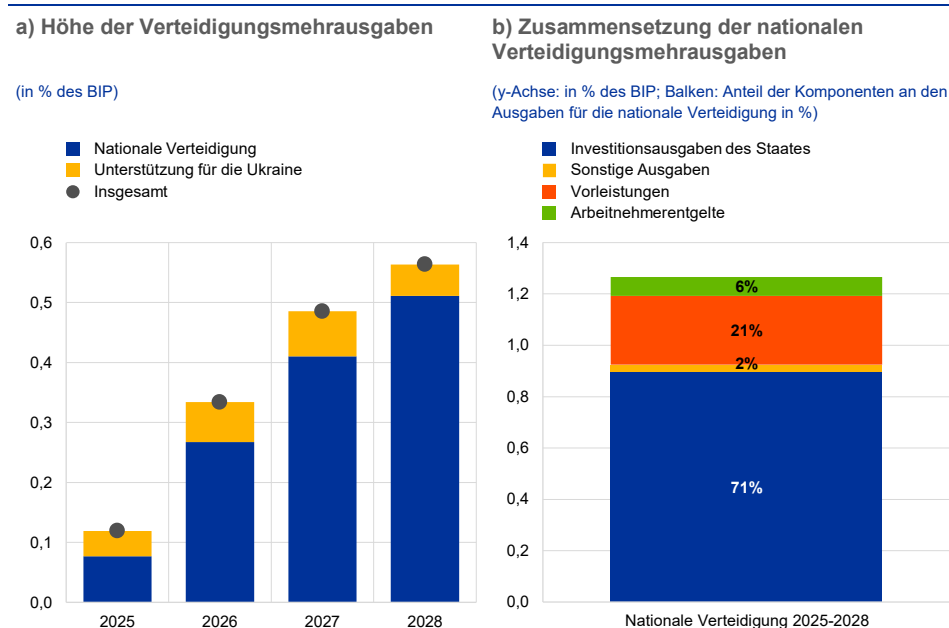
Die seit der Münchner Sicherheitskonferenz Anfang 2025 getätigten Verteidigungsmehrausgaben des Euroraums sind in das Basisszenario der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2026 eingeflossen. Sie erreichen im Zeitraum von 2025 bis 2028 kumuliert 1,5 % des BIP (siehe Abbildung 4, Grafik a). Diese Ausgaben umfassen die militärische Unterstützung für die Ukraine (kumuliert 0,24 % des BIP im Zeitraum von 2025 bis 2028). Die Schätzungen wurden gegenüber der ersten Schätzung der Fachleute des Eurosystems in den Projektionen vom Juni 2025 um rund 0,4 Prozentpunkte nach oben korrigiert.⁵ Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass mehr Länder neue Verteidigungspläne so detailliert spezifizieren, dass sie in das Basisszenario der Projektionen einfließen. Der überwiegende Teil dieser neuen Maßnahmen ist nach wie vor Deutschland zuzurechnen, darunter auch der Großteil der Unterstützung für die Ukraine. Rein mit Blick auf die Mehrausgaben für die nationale Verteidigung, die für die Beurteilung der direkten gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen relevant sind, entfallen auf Deutschland etwas mehr als 70 % des

⁵ Ein Überblick findet sich bei Checherita-Westphal et al. (2025).

Gesamtbetrags im Basisszenario der Projektionen vom Juni 2026. Nur die baltischen Länder geben gemessen am BIP mehr für die Verteidigung aus. Der Großteil der im Zeitraum von 2025 bis 2028 getätigten nationalen Mehrausgaben im Euroraum insgesamt und in den meisten Ländern des Euroraums entfällt auf Investitionen (71 %). Der Rest bezieht sich vor allem auf Konsumausgaben des Staates. Diese fließen eher in Vorleistungen (21 %) als in Personalausgaben (6 %; siehe Abbildung 4, Grafik b).

Abbildung 4

Seit der Münchner Sicherheitskonferenz (Anfang 2025) im Basisszenario der Eurosystem-Projektionen enthaltene Verteidigungsmehrausgaben (Euroraum-Aggregat)



Quellen: Von Fachleuten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen vom Juni 2026 und EZB-Berechnungen.

Was die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen anbelangt, so sind die Verteidigungsausgaben im Projektionszeitraum ein wichtiger Treiber des Wachstums im Euroraum. Die Auswirkungen auf die Inflation werden den Projektionen zufolge hingegen verhalten ausfallen (siehe Abbildung 5). Laut Schätzungen werden die seit der Münchner Sicherheitskonferenz im Basisszenario enthaltenen Verteidigungsmehrausgaben das Wachstum des realen BIP im Zeitraum von 2025 bis 2028 kumuliert um 0,4 Prozentpunkte erhöhen; der stärkste Effekt dürfte sich dabei im Jahr 2026 ergeben.⁶ Die erwarteten Auswirkungen auf die Inflation im Euroraum nehmen zwar gegen Ende des Projektionszeitraums zu, sind aber begrenzt. Für den Zeitraum von 2025 bis 2028 werden kumuliert weniger als 0,1 Prozentpunkte angenommen. Dieses Ergebnis spiegelt in erster Linie die projizierte Zusammensetzung der Verteidigungsmehrausgaben wider (vor allem Investitionsausgaben, mit einem geringen Anteil an Personalausgaben, die

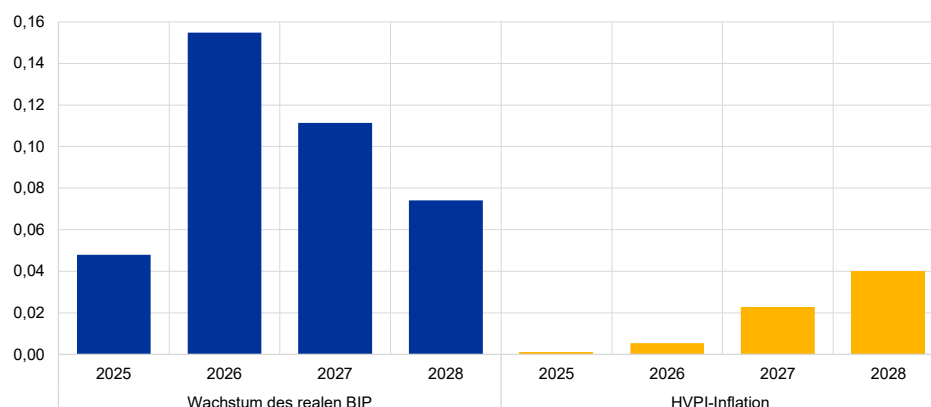
⁶ Die Auswirkungen auf das „Wachstum“ des realen BIP werden durch die jährliche Veränderung der Mehrausgaben für jedes Jahr bestimmt und sind daher kumuliert geringer als die Auswirkungen auf das „Niveau“ des realen BIP.

tendenziell nur begrenzte inflationäre Effekte haben; siehe hierzu Kasten 2, Abschnitt 2).

Abbildung 5

Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Mehrausgaben für die nationale Verteidigung auf das Basisszenario der Euroraum-Projektionen (Euroraum-Aggregat)

(in Prozentpunkten)



Quellen: Von Fachleuten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen vom Juni 2026 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen werden auf Ebene des Euroraums auf Basis länderspezifischer Schätzungen unter Verwendung von Simulationsmodellen der nationalen Zentralbanken des Eurosystems aggregiert. Sie werden als Abweichung von einem Basisszenario in Prozentpunkten ohne die Verteidigungsmehrausgaben ausgedrückt. Die im Basisszenario verwendeten Größen zur Abbildung der Geldpolitik, der Wechselkurse und Renditeabstände von Finanzinstrumenten bleiben dabei konstant. Die in den Modellsimulationen verwendeten fiskalischen Schocks werden marginal berechnet (entsprechend der in Abbildung 4, Grafik a dargestellten jährlichen Veränderung der Komponente der Ausgaben für die nationale Verteidigung).

Die Schätzungen des Basisszenarios sind mit Unsicherheit behaftet. Insgesamt wird angenommen, dass das Basisszenario eher mit Risiken durch Verteidigungsmehrausgaben behaftet ist (siehe Kasten 2, Abschnitt 1). Darüber hinaus hängen die relativ hohen Wachstums-, aber geringen Inflationsauswirkungen der Verteidigungsmehrausgaben im Projektionszeitraum des Eurosystems und darüber hinaus von mehreren Faktoren ab. Die Auswirkungen werden insbesondere von der angebotsseitigen Reaktion beeinflusst und davon, ob die Investitionsausgaben künftig im Verhältnis zu den Personalausgaben steigen werden (siehe den nächsten Abschnitt und die Analyse in Kasten 2, Abschnitt 2). Auch andere Faktoren, etwa die Erwartungen der privaten Haushalte und der Unternehmen, spielen eine Rolle. Im Euroraum hängen die Erwartungen der privaten Haushalte, wie sich die Verteidigungsausgaben auf die Gesamtwirtschaft und auf das eigene finanzielle Wohlergehen auswirken, sehr stark davon ab, welche Annahmen die Haushalte bezüglich der Gegenfinanzierung dieser Ausgaben und der Höhe der Staatsverschuldung treffen (siehe Baumann et al., 2025).⁷ Schließlich sind auch die Schätzungen zu den BIP-Fiskalmultiplikatoren der Verteidigungsausgaben mit erheblicher Unsicherheit behaftet, unter anderem bezüglich der Zusammensetzung der Ausgaben, des Zeitpunkts der Ankündigungen

⁷ Die Studie stützt sich auf Daten der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Mai 2025. Insgesamt wirkten sich die unterschiedlichen Ansichten der befragten Haushalte zu den Verteidigungsausgaben nur begrenzt auf ihre Erwartungen aus. Gleichwohl erwarteten die meisten Befragten, dass die Inflation infolge der Ausgabenerhöhungen etwas steigen wird. Bei den Wachstumseffekten ergab sich hingegen ein eher gemischtes und weitgehend pessimistisches Bild.

und der Transmissionsmechanismen (siehe die empirische Analyse in Kasten 2, Abschnitt 2).⁸

Kasten 2

Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Verteidigungsausgaben über das Basisszenario der Projektionen hinaus: modellbasierte Szenarioanalyse und empirische Evidenz

Cristina Checherita-Westphal, Georg Müller und Laust Særkjær

1. Szenarioanalyse der Risiken, die sich durch Verteidigungsmehrausgaben für das Basisszenario der von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2026 ergeben

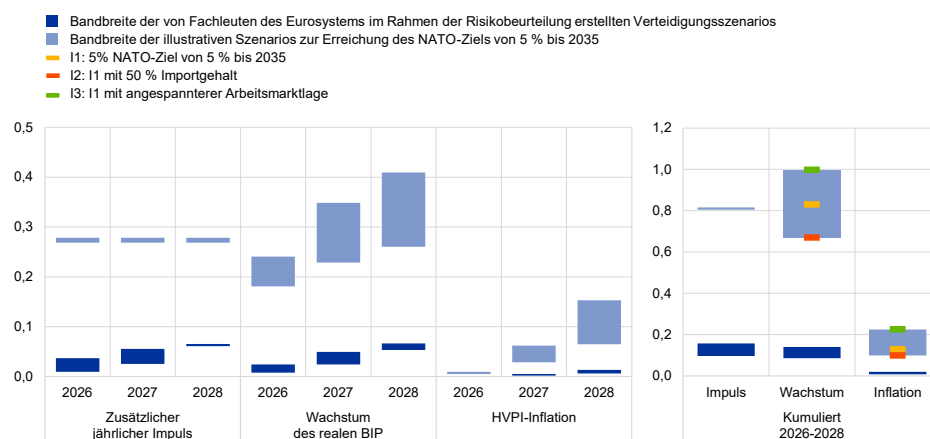
Erstens waren die Fachleute des Eurosystems der Ansicht, dass sich die Risiken aufgrund von Verteidigungsmehrausgaben im Zeitraum von 2026 bis 2028 vor allem aus Ankündigungen der Regierungen ergaben. Diese waren zum Stichtag für die Juni-Projektionen nicht detailliert genug, um sie in das Basisszenario aufzunehmen. Laut länderspezifischen Einschätzungen von Fachleuten waren derartige Risiken euroraumweit begrenzt (siehe Abbildung A, dunkelblaue Balken). Die Fachleute beurteilten zudem die wahrscheinliche Zusammensetzung solcher Verteidigungsmehrausgaben (die sich vor allem auf staatliche Investitionen bezogen) und ihrer möglichen Gegenfinanzierung durch höhere Steuern und/oder Kürzungen anderer Ausgaben (die als begrenzt eingeschätzt wurde). Makroökonomische Simulationen solcher Risikoszenarios deuten darauf hin, dass die kumulierten Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP im Zeitraum von 2026 bis 2028 weniger als 0,1 Prozentpunkte betragen dürfte und die Inflationsauswirkungen vernachlässigbar wären.

⁸ Neben den in Kasten 2 erörterten Faktoren hängen die Multiplikatoren auch noch von anderen Faktoren ab. Die BIP-Multiplikatoren sind in Zeiten einer aktiven Geldpolitik (als Reaktion auf den Inflationsanstieg) tendenziell niedriger, während sie in Rezessionsphasen oder bei reichlich vorhandenem fiskalischem Spielraum tendenziell höher sind. Siehe Bokan et al. (2025) für eine aktuelle modellbasierte Analyse für den Euroraum sowie Ilzetzi (2025), Checherita-Westphal und Særkjær (2025) für aktuelle Überblicke über die empirische Literatur.

Abbildung A

Szenarioanalyse der Risiken für das Basisszenario der Euroraum-Projektionen aufgrund von Verteidigungsmehrausgaben im Zeitraum von 2026 bis 2028

(in Prozentpunkten des BIP; Abweichung vom Basisszenario der Projektionen in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis der Risikobeurteilungen von Fachleuten des Eurosystems für die Projektionen vom Juni 2026.

Anmerkung: Die linke Grafik zeigt die Kalibrierung und die Auswirkungen der Szenariobandbreiten auf Jahresbasis. Die rechte Grafik stellt diese kumuliert für drei illustrative Szenarios (I1-I3) für den Zeitraum von 2026 bis 2028 dar. Die Bandbreite der dunkelblauen Balken ergibt sich aus den Szenarios von Verteidigungsmehrausgaben sowohl mit Gegenfinanzierung (die als begrenzt eingeschätzt wird) als auch ohne (d. h. vollständige Finanzierung über neue Schulden). In den illustrativen Szenarios (hellblaue Balken) wird der fiskalische Schock aus Szenario I1 (schrittweise Erhöhung der Verteidigungsausgaben bis zum Erreichen des NATO-Zielwerts von 5 % des BIP auf Euroraumebene bis 2035) ohne Gegenfinanzierung kalibriert (vollständige Finanzierung über neue Schulden). Die Bandbreite der gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse basiert auf Simulationen mit dem wichtigsten Modell für die Euroraum-Projektionen der EZB (ECB-BASE), wobei die Geldpolitik, der Wechselkurs und die Renditeabstände von Finanzinstrumenten auf ihren Basiswerten fixiert wurden.

Zweitens wurden in illustrativen Risikoszenarios höhere Mehrausgaben für die Verteidigung berücksichtigt, um das NATO-Ziel von 5 % des BIP auf Euroraumebene bis 2035 zu erreichen. Diese Szenarios könnten zu deutlicheren Wachstumseffekten führen (im Zeitraum von 2026 bis 2028 kumuliert zwischen 0,7 Prozentpunkten und 1 Prozentpunkt). Die Auswirkungen auf die Inflation würden zwar zunehmen, aber über den Projektionszeitraum hinweg begrenzt bleiben (siehe Abbildung A, hellblaue Balken). Wie groß die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen sind, hängt von verschiedenen Annahmen zu den zugrunde liegenden Parametern ab. So verringert sich der Wachstumseffekt kumuliert um rund 0,2 Prozentpunkte, wenn der Importgehalt der öffentlichen Ausgaben von einem durchschnittlichen Referenzwert von 19 % (im zentralen Szenario I1) auf 50 % (Szenario I2) erhöht wird. Die Auswirkungen auf die Inflation sind dabei geringer. Eine angespanntere Lage am Arbeitsmarkt (Szenario I3) führt aufgrund eines höheren Lohndrucks zu einer stärkeren Auswirkung auf die Inflation (während gleichzeitig die geschätzten Wachstumseffekte aufgrund eines steigenden verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte verstärkt werden). Die Schätzungen in diesen illustrativen Szenarios können als Obergrenzen betrachtet werden. In der Analyse werden potenzielle Spannungen an den Finanzmärkten außer Acht gelassen. Sie könnten auftreten, wenn es – vor allem in den hochverschuldeten Euro-Ländern – nicht gelingt, die Staatsverschuldung mittelfristig im Einklang mit den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts zurückzuführen (siehe Bouabdallah et al. (2025) für eine ausführlichere Analyse zu den Nachhaltigkeitsauswirkungen).

2. Empirische Analyse der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Verteidigungsausgaben in den EU-Mitgliedstaaten im Zeitraum von 1999 bis 2025

Dieser Teil ergänzt die obigen modellbasierten Ergebnisse um eine empirische Analyse, die alle EU-Mitgliedstaaten einschließt und auf Checherita-Westphal und Særkjær (2026) beruht. Sie trägt in mehrfacher Hinsicht zur empirischen Literatur bei. Erstens geht sie bei der detaillierten

Untersuchung der Preiseffekte von Verteidigungsausgaben über die BIP-Multiplikatoren hinaus, die bei den meisten empirischen Studien im Mittelpunkt stehen. Zweitens zielt die Analyse durch Nutzung der aufgabenbezogenen Klassifikation der Staatsausgaben in den COFOG-Daten durch Eurostat (siehe Kasten 1) darauf ab, den Zeitpunkt des fiskalischen „Schocks“ besser einschätzen zu können. Damit wird der Tatsache Rechnung getragen, dass die Ankäufe großer Militärgüter erst bei Lieferung – und damit verzögert – als Verteidigungsausgaben erfasst werden. Dazu wird die Kapitalkomponente der Daten zu den COFOG-Verteidigungsausgaben anhand eines länderspezifischen Näherungswerts für die „Lieferzeitverzögerung“ angepasst, der auf der SIPRI-Datenbank für Waffentransfers basiert.⁹ Drittens erfasst die Analyse die jüngsten Entwicklungen beim Aufbau der Verteidigungsfähigkeiten der EU-Mitgliedstaaten, indem sie Daten zu den Verteidigungsausgaben bis einschließlich 2025 heranzieht (soweit verfügbar).

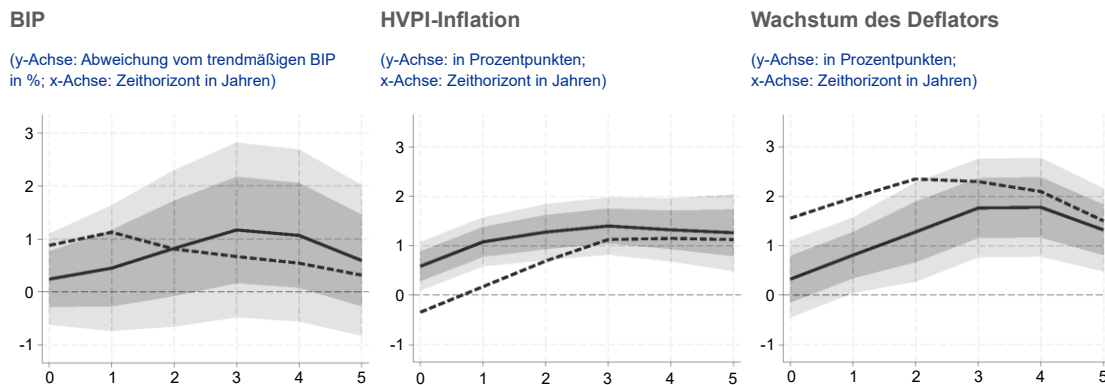
Die Analyse zeigt, dass die aggregierten Verteidigungsausgaben auf ihrem Höhepunkt einen kumulierten BIP-Multiplikator von etwa eins erzeugen, der später auftritt und in der „angepassten“ Spezifikation länger andauert (siehe Abbildung B, linke Grafik). Die Preiseffekte sind positiv und statistisch signifikant. Dabei sind die Wachstumseffekte des BIP-Deflators höher als die Inflationsrate nach dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der verteidigungsspezifische Kostendruck über den Druck auf die Verbraucherpreise hinausgeht und direkter über Deflatoren der staatlichen Ausgaben erfasst wird (siehe Abbildung B, mittlere und rechte Grafik). Der kumulierte Effekt auf die HVPI-Inflation nach einem Anstieg der Verteidigungsausgaben um 1 % des BIP erreicht in der „angepassten“ Spezifikation im dritten Jahr einen Höchststand von 1,3 Prozentpunkten, wobei die Effekte stärker sind als in der nicht angepassten Spezifikation. Gleichwohl hängt diese relativ hohe Auswirkung auf die Teuerungsrate – wie nachfolgend dargestellt – stark von der Zusammensetzung der Verteidigungsausgaben ab. Wenn bei einer hohen Nachfrage nach Militärgütern die Lieferverzögerungen länger sind als die historische Norm und es zu Lieferengpässen kommt, dann würde der Höchststand der BIP-Effekte mit größerer Verzögerung und der Inflationsschub früher und stärker eintreten. Schließlich ist anzumerken, dass die BIP-Effekte mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind, wie die breiten Konfidenzbänder zeigen.

⁹ Dieser Datensatz umfasst die Bestelltermine und tatsächlichen Lieferjahre für alle internationalen Transfers wichtiger konventioneller Waffen seit 1950. Auf Basis dieser Daten schätzt die Analyse, dass die länderspezifischen Lieferverzögerungen für kapitalrelevante Kategorien wie Flugzeuge, Schiffe und gepanzerte Fahrzeuge bis zu vier Jahre betragen, wobei der Median für die Stichprobe bei zwei Jahren liegt.

Abbildung B

Auswirkungen der gesamten Verteidigungsausgaben und Übertragungskanäle

Verteidigungsausgaben mit „angepasstem“ Kapital (gestrichelte Linie: nicht angepasst)



Quelle: eigene Berechnungen.

Anmerkung: Dynamische Schätzung für die Stichprobe der 27 EU-Mitgliedstaaten von 1999 bis 2025 mithilfe der Methode lokaler Projektionen im Rahmen eines Panel-Modells von Jordà (2005). Die Grafiken zeigen die kumulierten Auswirkungen über einen Zeithorizont von fünf Jahren, nachdem die Verteidigungsausgaben gemessen am trendmäßigen BIP um 1 % gestiegen sind (der fiskalische Schock tritt im Jahr 0 auf). Der kumulierte BIP-Multiplikator folgt der Spezifikation von Ramey und Zubairy (2018). Die BIP-Variable wird in realer Rechnung angegeben und auf das verzögerte trendmäßige BIP normalisiert. Das Basisszenario umfasst eine Reihe verzögerter Kontrollvariablen sowie länder- und zeitspezifische fixe Effekte. Die Werte, die durch die Konfidenzbänder angezeigt werden, sind: 68 % (grau) und 90 % (hellgrau).

Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen und die Übertragungskanäle hängen von der Art der Verteidigungsausgaben ab (siehe Abbildung C). Für das Wachstum des BIP sind primär die Investitionsausgaben für Verteidigung verantwortlich, während höhere Personalausgaben vergleichsweise stärkere Deflator-Effekte erzeugen. Die Personalausgaben, die den größten Anteil an den gesamten Verteidigungsausgaben ausmachen (in der vorliegenden Stichprobe mehr als 50 %), wirken in erster Linie über einen Anstieg des Konsums der privaten Haushalte und verdrängen gleichzeitig private Investitionen. Ihre sehr große Auswirkung auf das Wachstum des BIP-Deflators bei Eintreten des Schocks (zum Zeitpunkt 0) spiegelt zum Teil einen direkten Effekt auf den Deflator der Konsumausgaben des Staates wider, der durch höhere Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor bedingt ist. Sowohl die Investitions- als auch die Personalausgaben tragen zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz bei. Bei den Investitionsausgaben gibt es im Gegensatz zu den Personalkosten keine Hinweise darauf, dass sie private Investitionen verdrängen (Verstärkungseffekte sind zwar in der gesamten Stichprobe statistisch nicht signifikant, sind aber stark, wenn Ausreißer unberücksichtigt bleiben).

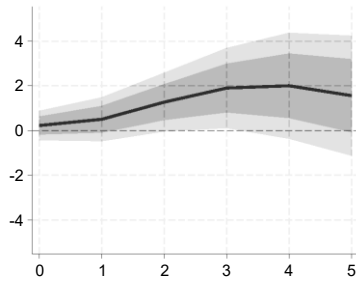
Abbildung C

Aufschlüsselung der gesamten Verteidigungsausgaben: Auswirkungen der Investitions- und Personalausgaben

a) Kumulierte Auswirkungen der „angepassten“ Investitionsausgaben

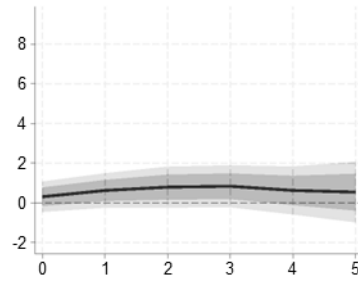
BIP

(y-Achse: Abweichung vom trendmäßigen BIP in %; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



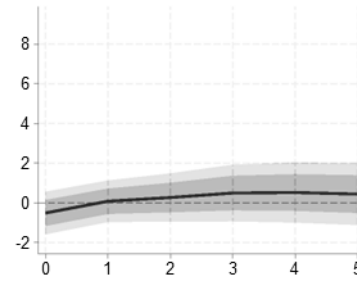
Teuerung nach dem HVPI

(y-Achse: in Prozentpunkten; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



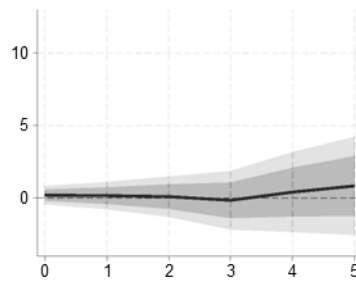
Wachstum des Deflators

(y-Achse: in Prozentpunkten; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



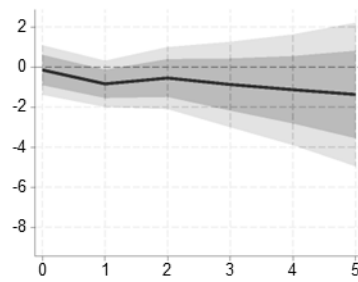
Konsum der privaten Haushalte

(y-Achse: in % des trendmäßigen BIP; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



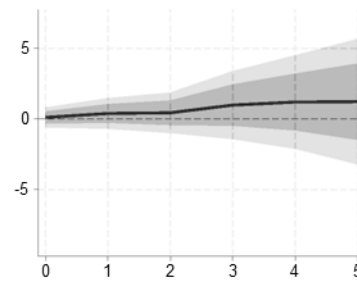
Außenbeitrag

(y-Achse: in % des trendmäßigen BIP; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



Private Investitionen

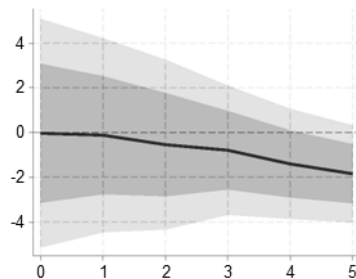
(y-Achse: in % des trendmäßigen BIP; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



b) Kumulierte Auswirkungen der Personalausgaben

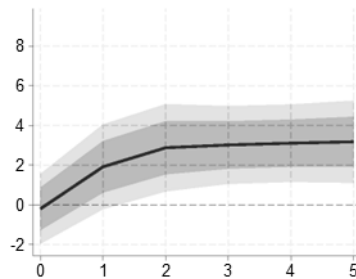
BIP

(y-Achse: Abweichung vom trendmäßigen BIP in %; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



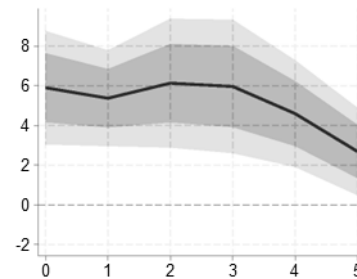
Teuerung nach dem HVPI

(y-Achse: in Prozentpunkten; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



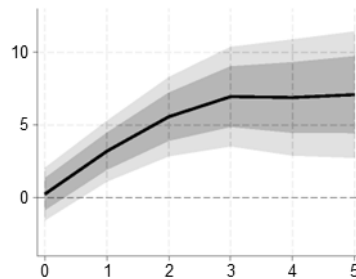
Wachstum des Deflators

(y-Achse: in Prozentpunkten; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



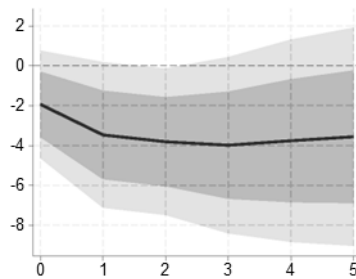
Konsum der privaten Haushalte

(y-Achse: in % des trendmäßigen BIP; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



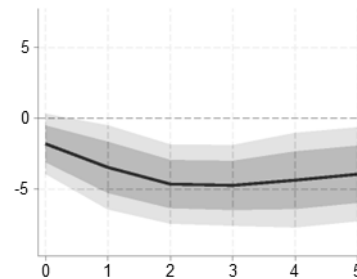
Außenbeitrag

(y-Achse: in % des trendmäßigen BIP; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



Private Investitionen

(y-Achse: in % des trendmäßigen BIP; x-Achse: Zeithorizont in Jahren)



Quelle: eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzungen für die Stichprobe der 27 EU-Mitgliedstaaten von 1999 bis 2025 wurden mithilfe der Methode lokaler Projektionen im Rahmen eines Panel-Modells von Jordà (2005) erstellt. Die Grafiken zeigen die kumulierten Auswirkungen über einen Zeithorizont von fünf Jahren, nachdem die Verteidigungsausgaben gemessen am trendmäßigen BIP um 1 % gestiegen sind (der fiskalische Schock tritt im Jahr 0 auf). Der kumulierte BIP-Multiplikator folgt der Spezifikation von Ramey und Zubairy (2018). Das BIP und alle anderen Variablen, mit Ausnahme der Daten zur Inflation und zum Wachstum des BIP-Deflators, sind in realer Rechnung angegeben und auf das verzögerte trendmäßige BIP normalisiert. Das Basisszenario umfasst eine Reihe verzögerter Kontrollvariablen sowie länder- und zeitspezifische fixe Effekte. Die Werte, die durch die Konfidenzbänder angezeigt werden, sind: 68 % (grau) und 90 % (hellgrau).

4 Längerfristige Auswirkungen auf Produktion und Produktivität

Verteidigungsausgaben können längerfristig die wirtschaftliche Aktivität und die Produktivität steigern, wenn sie zu einem strukturellen Wandel führen. Möglich ist dies vor allem durch Skaleneffekte, die Reallokation der laufenden Produktion und technologische Übertragungseffekte auf die zivile Produktion.

Produktivitätsvorteile ergeben sich aus Skaleneffekten, Lernen durch praktische Anwendung (Learning by Doing) und technologischen Übertragungseffekten (siehe Ilzetzki, 2025). Das Ausmaß dieser Produktivitätszuwächse hängt von der Art und dem Ort ab, an dem die Ausgaben getätigt werden, sowie von einer Reihe struktureller Faktoren. Verteidigungsgüter werden in der Regel vom Hochtechnologie produzierenden Gewerbe hergestellt, sodass eine höhere heimische Verteidigungsproduktion die Produktivität steigern kann, wenn es dadurch zu einer Reallokation von Kapital und Arbeit zulasten weniger produktiver Tätigkeiten kommt. Eine derartige Reallokation wirkt sich weniger stark aus, wenn ein großer Teil der Verteidigungsgüter importiert wird. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung im

Bereich der Verteidigung können auch Übertragungseffekte auf die Produktivität im zivilen Sektor auslösen. Demgegenüber haben Ausgaben für Militärpersonal nachweislich einen geringeren Einfluss auf das Wachstum (siehe Kasten 2), da sie dazu führen können, dass Erwerbspersonen aus produktiveren Tätigkeiten im zivilen Sektor abgezogen werden.

Es gibt Hinweise auf eine Verlagerung zugunsten einer heimischen Waffenproduktion und auf eine gleichzeitige Verbesserung der Arbeitsproduktivität.

Eine höhere heimische Produktion bietet mehr Möglichkeiten für die Generierung von Skaleneffekten und die Senkung der Produktionsstückkosten. Aus den Jahresabschlüssen großer europäischer Rüstungsunternehmen geht hervor, dass ihre Umsätze im Zeitraum von 2021 bis 2024 stiegen und sie zudem eine höhere Wertschöpfung je Erwerbstätigen verzeichneten. Weitere Skaleneffekte lassen sich möglicherweise erzielen, wenn sich die europäische Beschaffung auf eine enger gefasste Palette wichtiger gesamteuropäischer Waffensysteme konzentriert. Derzeit ist in Europa eine Fragmentierung der Verteidigungsausgaben entlang nationaler Grenzen festzustellen. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten kommt es dabei zu einer immer größeren Zahl verschiedener Systeme. Bei Versuchen, gemeinsame europäische Systeme zu schaffen, wie etwa das französisch-deutsch-spanische Future Combat Air System, kam es mitunter zu Schwierigkeiten.

Eine Wissensübertragung kann innerhalb von Regionen, in denen Verteidigungsgüter produziert werden, oder entlang von Lieferketten erfolgen.

Die Produktion großer europäischer Rüstungsunternehmen konzentriert sich stark auf bestimmte Regionen. In mehreren NUTS-1-Regionen des Euroraums entfallen auf die zwölf größten Rüstungsunternehmen des Eurogebiets und ihre Tochtergesellschaften mehr als 5 % aller Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe.¹⁰ Berücksichtigt man zusätzlich die Zulieferer der Rüstungsunternehmen, dann ist die regionale Konzentration geringer. Weniger als 20 % der Zulieferer der führenden Rüstungsunternehmen des Euroraums sind in derselben Region oder demselben Land tätig. Weitere 25 % der Zulieferer befinden sich an anderen Standorten des Eurogebiets, und rund 50 % sind außerhalb der EU ansässig (siehe Schaubild 1, Grafik a). Der Standort der Tochtergesellschaften deutet auf etwas stärkere regionale Verflechtungen hin, wobei sich rund 10 % der Tochtergesellschaften in derselben Region befinden (siehe Schaubild 1, Grafik b). Insgesamt deckt das Netz der Tochtergesellschaften innerhalb des Euroraums oder innerhalb der EU jedoch nur 40 % aller Tochtergesellschaften ab. Dies begrenzt unter Umständen das Potenzial für den Wissenstransfer im Euroraum, wenngleich es auch Möglichkeiten für eine Wissensübertragung anhand von importierten Gütern geben könnte. Zugleich unterstreicht der hohe Anteil von Zulieferern aus Nicht-EU-Ländern die Abhängigkeit der EU von und ihre Anfälligkeit gegenüber externen Anbietern für wichtige Vorleistungsgüter und potenziell kritische Verteidigungssysteme.

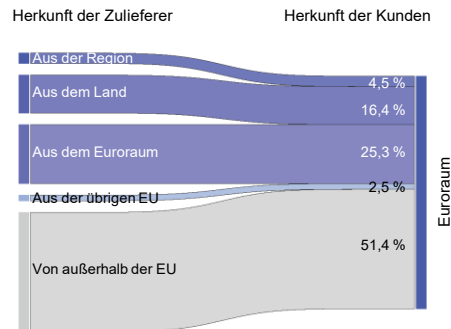
¹⁰ NUTS 1 ist die oberste Ebene der regionalen Hauptebenen in der Systematik der Gebietseinheiten für die Statistik (Nomenclature des unités territoriales statistiques) der Europäischen Union.

Schaubild 1

Verflechtungen führender Rüstungsunternehmen mit Zulieferern und Tochtergesellschaften

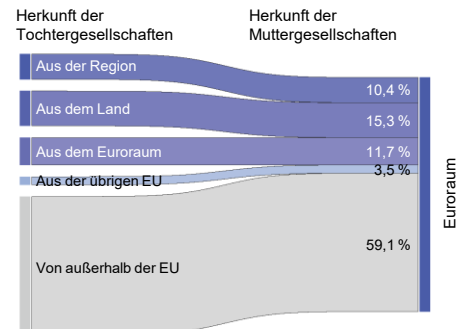
a) Standorte der Zulieferer

(in %)



b) Standorte der Tochtergesellschaften

(in %)



Quellen: Bloomberg Finance L.P. und Moody's.

Anmerkung: Grafik a zeigt den Anteil der Zulieferer im Verhältnis zur Gesamtzahl der Zulieferer der führenden Rüstungsunternehmen des Euroraums. Grafik b zeigt den Anteil der Tochtergesellschaften im Verhältnis zur Gesamtzahl der Tochtergesellschaften der führenden Rüstungsunternehmen des Euroraums.

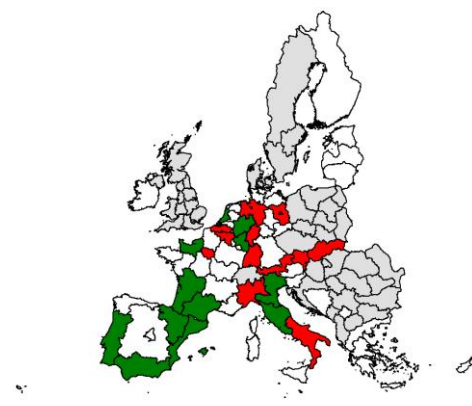
Eine höhere Verteidigungsproduktion kann auch die gesamtwirtschaftliche Produktivität verbessern, indem Ressourcen zugunsten weniger produktiver Aktivitäten verlagert werden. Große Rüstungsunternehmen sind in etwa der Hälfte der Regionen, in denen sie ansässig sind, im Schnitt produktiver als andere Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes (siehe Schaubild 2, Grafik a). Wird die Beschäftigung in diesen Regionen von zivilen Unternehmen hin zu Rüstungsunternehmen verlagert, könnte daher die gesamtwirtschaftliche Produktivität infolge eines direkten Kompositionseffekts steigen.

Schaubild 2

Produktivitäts- und Beschäftigungsdynamik im Verteidigungssektor

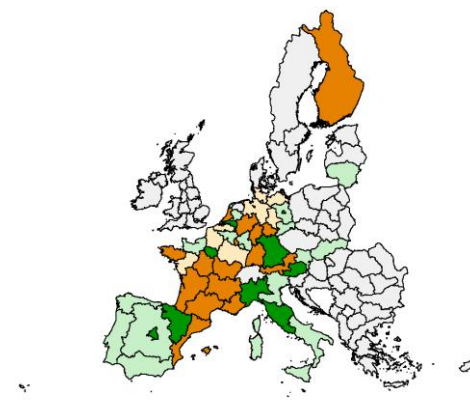
a) Relative Produktivität führender Rüstungsunternehmen

- Außerhalb des Euroraums
- Keine Präsenz
- Unter dem Mittelwert
- Über dem Mittelwert



b) Nettobeschäftigungsquote in der Automobilindustrie und Beschäftigungsanteil von Rüstungsunternehmen

- Außerhalb des Euroraums/unbekannt
- Negative Quote und geringer Anteil
- Negative Quote und hoher Anteil
- Positive Quote und geringer Anteil
- Positive Quote und hoher Anteil



Quellen: Moody's und Eurostat.

Anmerkung: Grafik a zeigt die mittlere Wertschöpfung je Beschäftigten in führenden Rüstungsunternehmen und deren Tochtergesellschaften im verarbeitenden Gewerbe im Vergleich zur mittleren Wertschöpfung je Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe in den NUTS-1-Regionen im Jahr 2023. Werte unter (über) dem Mittelwert stellen einen Produktivitätsanteil unterhalb (oberhalb) der mittleren Produktivität im verarbeitenden Gewerbe dar. Grafik b zeigt die Nettobeschäftigungsquote, berechnet als Differenz zwischen der intraregionalen Schaffung und Vernichtung von Arbeitsplätzen in Unternehmen der Automobilindustrie (C29 in der NACE Rev. 2-Klassifikation) im Zeitraum von 2018 bis 2023. Geringe und hohe Anteile zeigen an, ob die Beschäftigung in führenden Rüstungsunternehmen, einschließlich ihrer Zulieferer und Tochtergesellschaften, im Jahr 2023 einen unter- oder überdurchschnittlichen Anteil an der Gesamtbeschäftigung in der Region hatte.

Eine stärkere Arbeitskräftenachfrage der Rüstungsunternehmen könnte Chancen für eine produktivitätssteigernde Reallokation von Arbeitskräften schaffen, ohne Spannungen am regionalen Arbeitsmarkt zu verursachen.

Im Zeitraum von 2018 bis 2023 verringerte sich in mehreren Regionen des Euroraums der Anteil der Beschäftigten im gesamten verarbeitenden Gewerbe an der Gesamtbeschäftigung. Im selben Zeitraum sanken in den meisten Regionen des Euroraums vor allem die Beschäftigtenzahlen in der Automobilindustrie. Das sind die Regionen, in denen führende Rüstungsunternehmen einen höheren Anteil der Erwerbstätigen beschäftigen (siehe Schaubild 2, Grafik b, orangefarbene Regionen). In diesen Regionen kann ein Anstieg der Verteidigungsausgaben somit möglicherweise absorbiert werden, ohne dass der Druck am Arbeitsmarkt zunimmt.

Der letzte Kanal, über den höhere Verteidigungsausgaben langfristig die Produktion und die Produktivität stützen können, beruht auf Übertragungseffekten von Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich auf die zivile Produktivität.

Öffentliche Ausgaben, vor allem für Grundlagenforschung, scheinen in der gesamten Wirtschaft besonders hohe Renditen zu erzielen. Eine EZB-Analyse zeigt, dass eine Erhöhung der staatlichen Subventionen für Forschung und Entwicklung und für die Einführung neuer Technologien um 1 % des BIP die Produktion langfristig um 1,5 % erhöhen könnte (Europäische Zentralbank, 2024). Schätzungen zufolge wird ein Anstieg der Verteidigungsausgaben um 1 % des BIP die totale Faktorproduktivität langfristig um

0,3 % erhöhen, und zwar vor allem durch Übertragungseffekte aus öffentlich finanzierter Forschung und Entwicklung (Antolin-Díaz und Surico, 2025). Eine aktuelle Studie kommt zudem zu dem Ergebnis, dass eine Erhöhung der öffentlichen F&E-Ausgaben um 10 % zu einem Anstieg der F&E-Ausgaben des privaten Sektors um 5 % bis 6 % führt (Moretti et al., 2025).

Um die langfristigen Wachstumsauswirkungen von Verteidigungsausgaben zu verstärken, müssen die relativ niedrigen europäischen Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Verteidigungssektor erhöht werden.

Die öffentlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich machten 2022 in der EU lediglich 0,03 % des BIP aus, verglichen mit 0,08 % im Vereinigten Königreich und 0,3 % in den Vereinigten Staaten. Unter der Annahme, dass Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich den gleichen wirtschaftlichen Effekt hat wie staatlich finanzierte Forschung und Entwicklung, könnte das BIP in der EU langfristig um 0,5 % steigen, wenn der Rückstand gegenüber den Vereinigten Staaten aufgeholt wird (siehe Kasten 3). Über diesen direkten Effekt hinaus erhöht die Forschung und Entwicklung des öffentlichen Sektors auch die Renditen der Forschung und Entwicklung des privaten Sektors. Dies fördert weitere Ausgaben des privaten Sektors für Forschung und Entwicklung. Schätzungen aus einem auf die spanische Wirtschaft kalibrierten Modell zufolge könnte dies das jährliche BIP-Wachstum langfristig um weitere 0,15 Prozentpunkte erhöhen (siehe Kasten 3).

Kasten 3

Wirtschaftlicher Nutzen höherer öffentlicher Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich

Rubén Domínguez-Díaz und Miles Parker

In diesem Kasten werden die Auswirkungen der Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) im Verteidigungsbereich auf die langfristige Produktion untersucht. Dabei verwenden wir ein herkömmliches, auf die spanische Wirtschaft kalibriertes endogenes Wachstumsmodell. In dem Modell entscheiden die privaten Haushalte und Unternehmen, wie viel sie in physisches Kapital und Arbeit investieren wollen. Unternehmen können auch in Innovationen investieren, wodurch sie ihre totale Faktorproduktivität (TFP) steigern. Wir stellen F&E im Verteidigungsbereich als öffentliche Investitionen in die Grundlagenforschung dar, die den vorhandenen Wissensbestand erweitern und so die Rendite des privaten Sektors aus F&E steigern. Wir kalibrieren das Ausmaß dieser Übertragungseffekte anhand verfügbarer empirischer Evidenz auf Unternehmensebene zu den Auswirkungen öffentlicher F&E auf private Investitionen in F&E aus den Vereinigten Staaten.

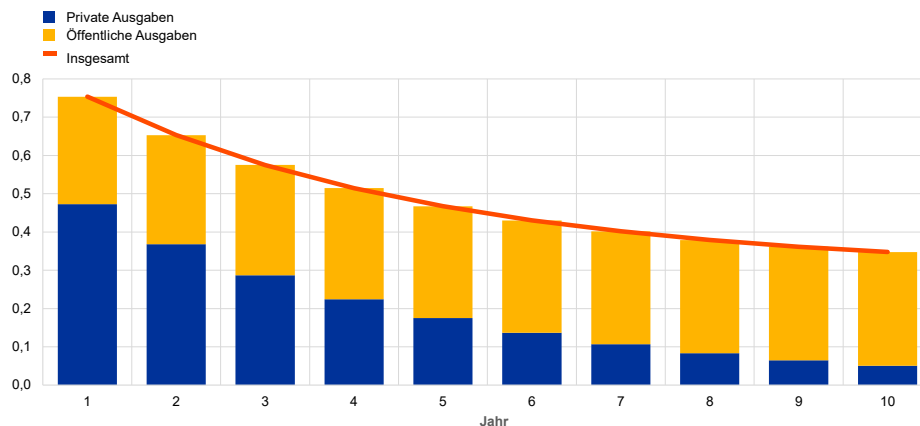
Wir gehen von einem starken dauerhaften Anstieg des Verhältnisses der öffentlichen F&E-Ausgaben zum BIP um 0,3 Prozentpunkte aus. Damit würden die Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich in etwa dasselbe Niveau erreichen wie in den Vereinigten Staaten. Ein solches Niveau zu erreichen wäre schwierig, dient aber als Richtwert für die Schätzung der Obergrenze der potenziellen Effekte von Forschung und Entwicklung im Verteidigungsbereich. Abbildung A zeigt die Gesamtreaktion der F&E-Ausgaben gemessen am BIP über einen Zeitraum von zehn Jahren. Der Wissensbestand aus öffentlicher F&E kommt dem privaten Sektor rasch zugute, da die private F&E stark auf Veränderungen der öffentlichen F&E

reagiert. So entstehen positive Übertragungseffekte, die Unternehmen dazu veranlassen, selbst wiederum mehr Ressourcen für Forschung und Entwicklung einzusetzen.

Abbildung A

Veränderung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung

(Anteil in Prozentpunkten, in % des BIP)



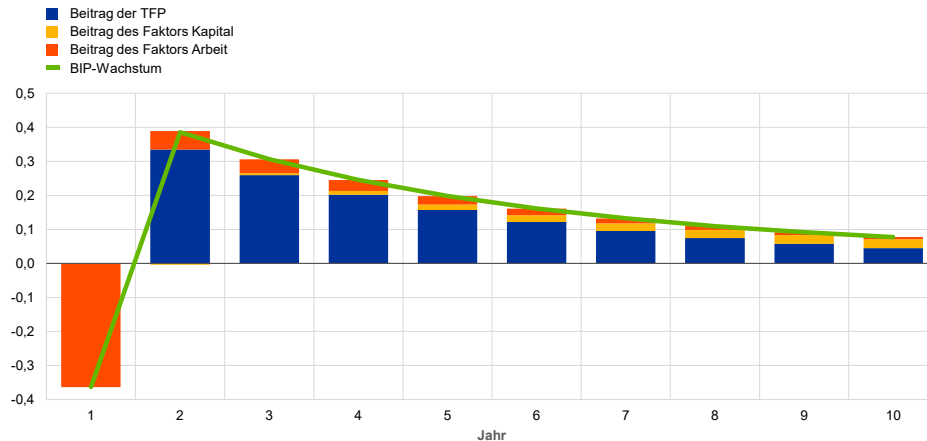
Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Domínguez-Díaz et al. (2025).

Höhere Ausgaben privater Unternehmen für Forschung und Entwicklung erhöhen die TFP und steigern langfristig das BIP-Wachstum im Durchschnitt um rund 0,15 Prozentpunkte pro Jahr (siehe Abbildung B). Zum Zeitpunkt der Ausgaben sinkt das BIP jedoch, was auf den mit F&E-Ausgaben inhärent verbundenen Zielkonflikt zurückzuführen ist: Ressourcen werden heute für Innovationen eingesetzt, die erst in der Zukunft zu Produktivitätszuwächsen führen, die Produktion aber nicht unmittelbar erhöhen. Diese anfängliche Umverteilung von Ressourcen führt dazu, dass die Produktion zunächst geringer ausfällt, als wenn die Ressourcen weiterhin unverändert für Konsum oder Investitionen verwendet würden. Gleichzeitig wird eine Zunahme der Nachfrage nach Arbeitskräften in forschungs- und entwicklungsintensiven Sektoren teilweise dadurch ausgeglichen, dass sich die Unternehmen verstärkt auf kapital- und wissensintensive Innovationstätigkeiten verlagern. Hierdurch sinkt die Arbeitsintensität vorübergehend. Im Laufe der Zeit überwiegen dann die Produktivitätszuwächse. Eine höhere Produktivität wirkt sich auch auf die privaten Investitionen aus, wodurch sich die Rendite des privaten Kapitals erhöht und der Kapitalbeitrag steigt.

Abbildung B

BIP-Wachstum und Beiträge

(Abweichung der Beiträge vom Gleichgewichtszustand in Prozentpunkten; BIP-Wachstum in Prozentpunkten)



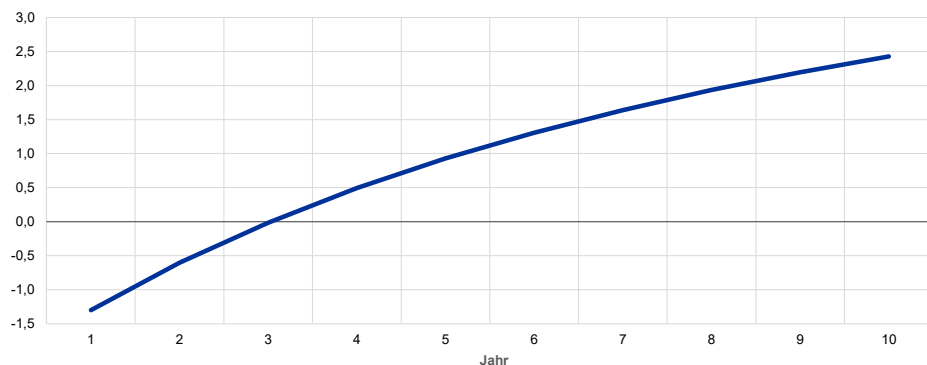
Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Domínguez-Díaz et al. (2025).

In Abbildung C ist der kumulierte Multiplikator der öffentlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung dargestellt. Dieser gibt an, wie stark das BIP je Euro, der für öffentliche Investitionen in F&E ausgegeben wird, zunimmt. Der Multiplikator ist aufgrund der oben dargestellten anfänglichen Reallokation von Ressourcen zwar kurzfristig negativ, liegt aber langfristig deutlich über eins, da Forschung und Entwicklung sowie Investitionen des privaten Sektors zunehmen. Auf lange Sicht kann 1 € an zusätzlichen staatlichen F&E-Ausgaben ein BIP von fast 2,5 € generieren.

Abbildung C

Kumulierter F&E-Multiplikator

(Anstieg des BIP je 1 € an öffentlichen Investitionen in Forschung und Entwicklung)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Domínguez-Díaz et al. (2025).

5 Schlussbemerkungen

Die meisten europäischen Länder haben sich verpflichtet, ihre Verteidigungsausgaben in den kommenden zehn Jahren deutlich zu erhöhen. Als Reaktion auf die Zunahme der geopolitischen Spannungen und die Einigung auf

höhere Zielwerte für die NATO-Verteidigungsausgaben von 5 % des BIP bis 2035 stockten die meisten Euro-Länder ihre Verteidigungsausgaben einschließlich der Verteidigungsinvestitionen im Jahr 2025 auf. Mit Blick auf die Zukunft dürften sich, ausgehend von den angekündigten Plänen, die größten Anstrengungen zur Steigerung der Ausgaben für die nationale Verteidigung auf Deutschland und das Baltikum konzentrieren.

Kurz- und mittelfristig dürften die Verteidigungsausgaben als wichtiger Wachstumsmotor im Euroraum wirken, wenn diese Ausgabenpläne umgesetzt werden. Der erwartete kumulierte Wachstumsbeitrag im Zeitraum von 2025 bis 2028 reicht von 0,4 Prozentpunkten im Basisszenario der Projektionen bis zu 1 Prozentpunkt im günstigsten Risikoszenario. Die Auswirkungen auf die Inflation dürften begrenzt sein. Die tatsächlichen Auswirkungen würden von mehreren Faktoren abhängen, beispielsweise von der Zusammensetzung der Ausgaben. Dabei könnten Investitionsausgaben – im Gegensatz zu Personalausgaben – das Wachstum erhöhen, während die Inflation gleichzeitig begrenzt bliebe.

Längerfristig werden sich höhere Verteidigungsausgaben nur begrenzt auf das Niveau der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum auswirken, sofern sich nichts an der Zusammensetzung der Ausgaben ändert. Der historisch hohe Anteil importierter Verteidigungsgüter begrenzt das Potenzial für ein stärkeres heimisches Produktivitätswachstum, ebenso wie der relativ hohe Anteil der Personalausgaben. Eine deutliche Erhöhung der F&E-Ausgaben könnte über längere Zeithorizonte hinweg zu größeren Produktivitäts- und Wachstumseffekten führen. Dies ist dadurch bedingt, dass Dual-Use-Technologien und Wissensübertragungseffekte die Rendite der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten des privaten Sektors erhöhen und Innovationen fördern. Ein höherer heimischer Produktionsanteil und eine geringere Fragmentierung der Ausgaben könnten die Produktivitätszuwächse ebenfalls stützen.

Die hier analysierten gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Verteidigungsausgaben sind mit hoher Unsicherheit behaftet, auch in Bezug auf die Tragfähigkeit höherer Ausgaben. Derzeit sind höhere Verteidigungsausgaben dank der Aktivierung der nationalen Ausweichklauseln im Zeitraum von 2025 bis 2028 mit den Fiskalregeln der EU vereinbar, sofern anschließend zur Wahrung der Schuldentragfähigkeit beschleunigte Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung umgesetzt werden.¹¹ Einschränkungen des fiskalischen Spielraums in einigen hoch verschuldeten Ländern könnten nach der Übergangszeit eine Überprüfung der Höhe und Zusammensetzung ihrer Haushalte rechtfertigen. Dies könnte dazu führen, dass Verteidigungsausgaben Priorität gegenüber anderen Regierungsfunktionen erhalten oder Steuern erhöht werden müssen. Eine Senkung der Ausgaben beispielsweise für Gesundheit und Bildung bringt jedoch Opportunitätskosten mit sich, die das Wirtschaftswachstum langfristig negativ beeinflussen können. Wenn die Ausgaben nicht erhöht werden, um den größeren

¹¹ Bouabdallah et al. (2026) analysieren die Implikationen der Aktivierung der nationalen Ausweichklausel für die mittelfristige Schuldentragfähigkeit. Sie betonen die Notwendigkeit einer rascheren Haushaltskonsolidierung bei der anschließenden Umsetzung der nationalen mittelfristigen finanzpolitisch-strukturellen Pläne und der Aktualisierung dieser Pläne durch die jeweiligen Regierungen auf der Grundlage umsichtiger makroökonomischer Annahmen.

Bedrohungen für die nationale Sicherheit entgegenzuwirken, entstehen ebenfalls potenzielle Kosten. Sie reichen von der zunehmenden geopolitischen Unsicherheit über die wirtschaftlichen Auswirkungen von Sabotage und im Extremfall bis hin zu einer Invasion.

Literaturverzeichnis

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

Baumann, A., Checherita-Westphal, C., Kocharkov, G. und Osterloh, S. (2025), [Zum Einfluss höherer Verteidigungsausgaben auf die Erwartungen privater Haushalte](#), Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2025.

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

Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., De Stefani, R., Haroutunian, S., Hauptmeier, S., Huber, C., Momferatou, D., Muggenthaler-Gerathewohl, P., Setzer, R. und Zorell, N. (2025), [Die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne im Rahmen des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts](#), EZB, Wirtschaftsbericht 3/2025.

Bouabdallah, O., De Stefani, R., Haroutunian, S. und Leiner-Killinger, N. (2026), How Today's Choices Shape Tomorrow's Fiscal Adjustment under the Reformed EU Framework, *Journal of Economics and Statistics*, im Erscheinen.

Brignone, D., Gambetti, L. und Ricci, M. (2026), [Geopolitical risk shocks: When size matters](#), *European Economic Review*, Bd. 188, 105392.

Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodríguez-Vives, M. und Müller, G. (2025), [Fiskalische Aspekte europäischer Verteidigungsausgaben mit Blick auf makroökonomische Euroraum-Projektionen und Risiken](#), Kasten 7, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2025.

Checherita-Westphal, C. und Særkjær, L. (2025), [Fiskalmultiplikatoren der Verteidigungsausgaben – Überblick über die empirische Literatur](#), Kasten 1 in: Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. und Rigato, R. (2025), Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen höherer Verteidigungsausgaben – eine modellbasierte Beurteilung, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2025.

Checherita-Westphal, C. und Særkjær, L. (2026), The Macroeconomic effects of Defence Expensions: What impact Beyond GDP?, Beitrag vorgestellt beim Workshop zu öffentlichen Finanzen der WGPf und der Zentralbank von Litauen, Vilnius, Juli.

Domínguez-Díaz, R., Hurtado, S. und Menéndez, C. (2025), [Fiscal stimulus and productivity: simulating the NGEU program with an endogenous growth model](#), *SERIEs*, Bd. 16, S. 191-228.

Dunne, J., Smith, R. und Willenbockel, D. (2005), [Models of military expenditure and growth: a critical review](#), *Defence and Peace Economics*, Bd. 16, Nr. 6, S. 449-461.

Europäische Kommission (2025), [The economic impact of higher defense spending](#), Sonderausgaben – Frühjahrsprognose 2025.

Europäische Verteidigungsagentur, [EDA Defence Data 2025-2026](#), 16. Juli.

Europäische Zentralbank (2024), [Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era](#), Occasional Paper Series, Nr. 337.

Eurostat (2026a), [Guidance Note on the statistical recording of defence expenditure](#), Guidance Notes (Methodology), 22. April.

Eurostat (2026b), [EU economic governance framework indicators – national co-financing of EU programmes and defence expenditure](#), Statistics Explained, April.

Ilzetzki, E. (2025), [Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben](#), Kiel Report, Nr. 2, Kiel Institut für Weltwirtschaft, Februar.

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

Moretti, E., Steinwender, C. und Van Reenen, J. (2025), The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity, and International Spillovers, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 107, Nr. 1, S. 14-27.

Nordatlantikvertrags-Organisation (2026), [Defence Investment of NATO Countries \(2014-2026\)](#), Pressemitteilung, 3. Juli.

Ramey, V. und Zubairy, S. (2018), Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from U.S. historical data, *Journal of Political Economy*, Bd. 126, Nr. 2, S. 850-901.

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 ESGV 2010 umfasst der Begriff „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ auch Personengesellschaften.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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	14 796,8	14 282,3	7 860,3	3 108,7	3 244,3	1 653,8	942,7	641,3	69,0	-514,5	7 456,0	6 941,5
2024	15 404,3	14 759,1	8 170,9	3 281,7	3 243,5	1 650,7	942,7	643,6	62,9	-645,2	7 592,3	6 947,0
2025	15 968,9	15 397,4	8 457,5	3 437,2	3 397,9	1 708,7	974,1	708,3	104,8	-571,5	7 765,8	7 194,4
2025 Q3	4 005,3	3 866,5	2 119,4	864,2	852,5	429,5	245,7	175,5	30,4	-138,8	1 938,1	1 799,3
Q4	4 050,5	3 904,4	2 144,2	878,3	863,7	436,9	249,0	176,0	18,2	-146,1	1 952,8	1 806,7
2026 Q1	4 068,1	3 940,2	2 162,6	882,0	868,3	435,9	250,4	180,2	27,3	-127,9	1 964,8	1 836,9
Q2	4 118,5	3 969,2	2 192,9	891,0	876,7	442,7	251,3	180,9	8,8	-149,3	2 080,5	1 931,2
In % des BIP												
2025	100,0	96,4	53,0	21,5	21,3	10,7	6,1	4,4	0,7	-3,6	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q3	0,3	0,5	0,2	0,7	1,0	0,5	1,3	1,8	-	-	0,6	1,1
Q4	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7	1,1	0,7	-0,3	-	-	0,4	0,4
2026 Q1	0,0	0,6	0,1	0,5	-0,2	-1,0	0,2	1,4	-	-	-0,6	0,6
Q2	0,6	-0,3	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	3,4	1,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,4	0,0	0,6	1,2	2,6	1,2	2,9	5,9	-	-	-1,1	-1,8
2024	1,2	0,9	1,6	2,7	-1,9	-2,2	-1,6	-1,9	-	-	1,0	0,4
2025	1,2	2,0	1,4	1,5	2,8	1,1	2,1	8,1	-	-	1,9	3,5
2025 Q3	1,2	1,7	1,3	1,4	3,0	2,0	3,9	4,2	-	-	2,3	3,6
Q4	1,1	1,7	1,2	1,6	2,9	2,6	3,3	3,1	-	-	2,2	3,6
2026 Q1	0,6	1,5	1,0	2,3	0,3	0,7	3,5	-4,8	-	-	-0,1	1,9
Q2	1,2	1,0	1,2	1,9	1,4	0,6	1,9	2,7	-	-	3,9	3,6
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 Q3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	-	-
Q4	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
2026 Q1	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,4	-0,5	-	-
Q2	0,6	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,9	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,4	0,0	0,3	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,2	0,8	0,8	0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,6	-	-
2025 Q3	1,2	1,7	0,7	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,5	-	-
Q4	1,1	1,6	0,7	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,5	-	-
2026 Q1	0,6	1,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,9	-	-
Q2	1,2	0,9	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunkturentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (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	13 387,1	225,0	2 637,9	713,9	2 485,8	704,4	604,6	1 520,0	1 612,8	2 470,8	411,8	1 409,7
2024	13 874,5	234,9	2 638,6	736,5	2 563,6	740,8	637,7	1 584,2	1 679,1	2 623,0	436,2	1 529,8
2025	14 349,5	246,0	2 687,0	768,8	2 640,3	781,5	658,0	1 619,4	1 743,8	2 751,8	452,9	1 619,3
2025 Q3	3 596,7	62,4	666,4	193,6	662,5	197,0	165,6	406,1	439,1	690,1	113,9	408,6
Q4	3 643,3	60,8	679,6	196,5	669,5	199,7	167,5	410,6	443,5	701,0	114,6	407,2
2026 Q1	3 649,2	59,8	671,0	196,3	675,3	200,0	170,1	412,6	445,6	703,3	115,2	418,9
Q2	3 703,4	57,2	692,9	199,0	685,0	203,5	171,4	417,3	449,9	711,4	115,9	415,1
In % der Wertschöpfung												
2025	100,0	1,7	18,7	5,4	18,4	5,4	4,6	11,3	12,2	19,2	3,2	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2025 Q3	0,4	0,3	1,0	0,1	0,2	1,1	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,2
Q4	0,2	0,2	-1,0	0,6	0,3	1,0	1,0	0,6	0,2	0,4	0,2	0,7
2026 Q1	-0,1	-0,1	-0,8	-0,9	0,1	0,4	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4
Q2	0,8	0,0	1,7	0,4	0,7	0,9	0,2	0,4	0,7	0,5	0,4	-0,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2023	0,7	-2,8	-1,7	1,6	-0,1	7,3	-3,0	2,4	1,7	0,8	3,4	-1,9
2024	1,2	-0,3	1,3	-0,8	0,3	2,5	0,9	1,7	1,1	2,0	2,2	0,8
2025	1,2	1,9	0,9	0,6	1,4	4,3	0,3	1,0	1,1	1,1	0,5	1,6
2025 Q3	1,2	2,2	0,5	1,2	1,5	4,6	0,4	0,9	1,2	1,1	-0,5	1,3
Q4	1,1	1,4	0,1	1,8	1,4	4,2	1,2	1,0	1,3	0,9	0,8	0,4
2026 Q1	0,5	-0,3	-2,6	0,3	1,3	3,4	0,2	1,4	1,3	1,0	0,7	1,5
Q2	1,3	0,3	1,0	0,3	1,3	3,4	0,9	1,4	1,5	1,2	0,9	0,3
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2025 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	0,1	0,1	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	-
Q2	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,2	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,4	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 Q3	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2026 Q1	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,3	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
Gewichte in %													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	25,0	6,5
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	3,8	0,7	1,8	1,8	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,7	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,6	-0,4	0,8	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,8	-1,7	-0,4	1,1	0,6	0,1	1,1	2,2	1,0	1,3	1,3
2025 Q3	0,7	0,6	0,9	-1,6	-0,4	1,2	0,5	-0,2	1,1	2,4	0,9	1,2	1,0
Q4	0,7	0,6	1,1	-1,1	-0,5	1,3	0,5	-0,9	1,1	0,5	1,4	1,2	1,4
2026 Q1	0,5	0,4	1,3	-0,9	-0,1	1,7	0,3	-1,6	1,0	0,9	0,9	1,0	0,5
Q2	0,5	0,5	0,6	-2,2	-0,4	1,4	0,4	-1,7	1,5	1,0	0,7	1,2	0,5
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	14,6	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	22,3	6,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,8	1,0	1,5	2,0	4,0	0,8	1,7	2,2	1,7	2,4
2024	1,3	1,4	0,7	-0,9	0,4	1,1	1,2	2,6	1,8	0,3	1,5	2,0	1,7
2025	0,3	0,3	-0,1	-2,6	-0,9	0,7	-0,1	-0,1	0,6	1,5	0,7	1,0	1,9
2025 Q3	0,6	0,6	0,6	-2,5	-0,3	1,2	0,3	-0,4	0,7	3,1	1,1	1,3	1,8
Q4	0,4	0,5	0,3	-2,0	-0,6	1,1	-0,1	-0,6	1,0	-1,3	1,2	1,1	1,9
2026 Q1	0,5	0,5	0,7	-1,3	0,2	1,1	0,3	-1,7	0,4	0,5	0,8	1,2	0,5
Q2	0,5	0,6	0,5	-1,8	-0,1	1,6	0,7	-1,7	1,0	1,0	1,0	1,1	-0,4
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,7	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,8
2024	0,3	0,4	0,0	0,7	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,7	0,7	0,4	0,6
2025	-0,5	-0,4	-1,0	-0,9	-0,5	-0,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,7	-0,3	-0,3	0,6
2025 Q3	0,0	0,0	-0,3	-0,9	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,7	0,1	0,1	0,7
Q4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,9	-0,1	-0,2	-0,5	0,3	-0,1	-1,8	-0,2	-0,1	0,5
2026 Q1	0,0	0,1	-0,6	-0,4	0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,1
Q2	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,5	0,0	0,3	-0,1	-0,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunkturentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit 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
2026 Febr.	-	-	11,292	6,4	-	8,874	5,5	2,418	15,2	5,802	6,2	5,489	6,6	-
März	-	-	11,284	6,4	-	8,860	5,5	2,424	15,3	5,779	6,2	5,504	6,6	-
April	-	-	11,245	6,4	-	8,840	5,5	2,405	15,1	5,781	6,2	5,464	6,6	-
Mai	-	-	11,199	6,3	-	8,790	5,5	2,409	15,1	5,754	6,1	5,445	6,6	-
Juni	-	-	11,265	6,4	-	8,868	5,5	2,397	15,0	5,804	6,2	5,461	6,6	-
Juli	-	-	11,264	6,4	-	8,893	5,5	2,371	14,9	5,773	6,2	5,491	6,6	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Zeitreihen ohne Strukturbrüche wurden für den Euroraum und die EU erstmals im Februar 2022 – nach Umsetzung der Verordnung über die Integrierte europäische Sozialstatistik im Jahr 2021 – veröffentlicht. Zu den Korrekturen der Zeitreihenbrüche siehe im Einzelnen: Eurostat (2024), EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained (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	-1,5	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	1,5	3,2	2,4	2,0	1,1
2025 Q3	1,5	1,6	-0,7	1,0	5,0	0,6	2,6	2,0	0,9	2,9	1,6	2,4	6,3
Q4	1,9	2,0	0,5	2,7	2,4	1,4	2,1	2,3	1,3	3,1	1,9	1,0	3,9
2026 Q1	-1,7	-2,1	-1,5	1,3	-7,9	2,5	-3,1	2,0	1,2	2,8	0,9	0,8	3,8
Q2	0,1	0,2	0,8	2,1	-4,0	1,6	0,1	1,5	1,4	2,6	-4,9	1,8	7,0
2026 Febr.	-1,0	-1,1	-1,6	1,9	-5,3	1,3	-4,1	1,3	1,0	1,7	0,4	1,0	2,3
März	-2,8	-3,0	-1,1	1,9	-12,4	0,0	-0,4	2,4	0,9	3,8	1,3	0,4	7,7
April	0,4	0,4	0,7	3,5	-4,9	2,0	0,0	1,0	1,2	1,9	-4,8	1,7	5,3
Mai	-0,1	-0,1	1,2	2,9	-6,4	1,8	0,7	2,0	2,2	3,0	-5,7	2,3	7,3
Juni	0,1	0,2	0,4	0,1	-0,7	0,9	-0,7	1,4	0,7	2,8	-4,2	1,5	8,5
Juli	.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,6	0,2	-3,1	.	.
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2026 Febr.	0,3	0,8	0,5	1,0	1,3	-2,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	-0,3	2,2
März	0,4	0,5	0,9	1,4	-4,3	-1,8	1,9	0,9	0,0	1,6	1,0	0,2	2,5
April	0,3	0,4	0,7	-0,3	2,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,7	-0,6	-3,5	0,5	0,1
Mai	0,3	0,2	-0,2	0,5	2,8	2,6	0,2	0,3	0,4	0,5	-1,7	0,7	0,6
Juni	0,0	-0,1	-0,8	-1,4	2,7	1,5	-1,3	0,2	-0,6	0,5	1,8	-0,3	1,5
Juli	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,4	-1,4	-0,8	.	.

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	117,7	14,3	38,7	-6,3	9,1	3,7	17,2	.
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 Q4	97,0	-8,6	77,9	-13,0	-1,5	-6,6	4,9	89,9
2026 Q1	98,1	-7,0	78,0	-13,7	-1,9	-6,3	6,0	89,8
Q2	94,5	-7,6	78,2	-19,0	-3,9	-9,8	3,6	90,0
Q3	.	.	78,3	.	.	.	.	90,1
2026 März	96,8	-6,9	.	-16,3	-2,2	-7,5	5,6	.
April	93,7	-7,5	78,2	-20,5	-2,9	-9,7	2,7	90,0
Mai	94,2	-7,7	.	-18,9	-4,0	-10,5	3,8	.
Juni	95,6	-7,5	.	-17,6	-4,8	-9,2	4,5	.
Juli	97,1	-6,1	78,3	-15,9	-5,2	-6,8	5,1	90,1
Aug.	98,4	-5,3	.	-15,5	-5,0	-5,7	5,8	.

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	84,3	1,3	1,9	2,4	4,0	1,6	37,6	6,3	68,5	1,9	3,4	1,0
2024	14,9	81,4	2,3	2,2	-7,5	5,6	4,7	36,0	4,7	67,1	1,9	0,9	1,0
2025	14,7	81,2	0,9	2,6	3,0	5,0	4,5	35,9	4,3	65,5	2,2	6,5	1,4
2025 Q2	14,9	81,3	1,3	2,7	0,2	5,5	5,2	35,9	4,2	66,5	2,6	11,7	1,7
Q3	14,8	81,3	0,4	2,6	5,0	4,9	4,8	35,8	4,3	66,1	2,3	5,6	1,5
Q4	14,7	81,2	1,0	2,6	6,3	5,0	4,5	35,9	4,3	65,5	2,2	2,0	1,4
2026 Q1	14,6	81,0	0,7	2,9	5,4	3,9	3,2	35,7	4,5	65,6	2,2	0,6	1,4

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

2 Konjunkturentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögens- änderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundär- einkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen 1	Ausgaben 2	Saldo 3	Ein- nahmen 4	Aus- gaben 5	Ein- nahmen 6	Aus- gaben 7	Ein- nahmen 8	Aus- gaben 9	Ein- nahmen 10	Aus- gaben 11		
2025 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
Q2	1 580,2	1 501,8	78,5	760,5	706,4	411,9	366,4	359,2	331,7	48,6	97,3	21,9	13,5
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	523,4	505,9	17,5	252,5	234,2	135,9	120,8	118,3	118,6	16,6	32,2	6,7	3,8
Mai	526,6	500,8	25,8	252,2	234,7	138,3	123,6	120,6	109,6	15,5	32,8	7,3	5,5
Juni	530,3	495,1	35,1	255,8	237,5	137,6	122,0	120,3	103,4	16,5	32,3	8,0	4,1
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2026 Juni	6 086,2	5 809,9	276,3	2 911,0	2 629,4	1 596,5	1 437,7	1 382,5	1 344,3	196,1	398,5	125,6	83,0
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2026 Juni	37,5	35,8	1,7	17,9	16,2	9,8	8,9	8,5	8,3	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 Q3	1,4	2,5	724,4	340,0	145,8	222,7	600,6	698,4	380,3	121,4	179,2	514,2	64,6
Q4	0,3	0,5	719,2	332,0	145,0	223,7	592,5	695,1	375,4	124,0	175,9	518,6	57,6
2026 Q1	-6,3	-0,9	726,0	341,7	144,7	220,7	589,8	709,8	389,2	127,8	177,1	520,2	64,9
Q2	6,3	10,9	766,8	.	.	.	619,5	771,2	.	.	.	540,4	.
2026 Jan.	-7,3	-7,3	238,5	112,2	47,5	73,4	195,2	227,6	122,8	41,6	57,6	169,4	18,9
Febr.	-6,6	-2,2	240,7	113,0	47,8	73,4	196,5	234,6	129,6	42,0	58,4	173,0	19,4
März	-5,3	6,4	246,8	116,6	49,4	73,8	198,1	247,6	136,7	44,3	61,1	177,8	26,7
April	4,6	9,5	254,1	122,2	50,5	74,9	204,8	254,1	143,4	44,7	60,0	177,5	32,3
Mai	-0,1	10,1	255,2	120,1	50,6	78,0	207,0	261,3	147,3	45,3	63,1	182,3	33,6
Juni	14,4	13,1	257,6	.	.	.	207,7	255,7	.	.	.	180,6	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2025 Q2	-2,7	1,4	93,7	86,8	89,6	108,7	93,6	101,1	95,4	101,7	111,9	101,8	135,5
Q3	0,2	3,5	94,6	87,5	95,1	105,7	94,9	102,4	96,6	104,6	112,2	103,2	140,7
Q4	-0,9	2,8	92,2	84,1	91,8	105,6	91,7	102,7	95,6	106,4	111,0	104,3	141,2
2026 Q1	-5,5	1,0	92,2	84,6	92,6	104,8	90,9	101,7	95,0	106,6	110,9	103,2	145,4
2025 Dez.	2,7	9,1	90,9	82,5	91,3	104,5	90,6	103,4	96,3	106,2	112,2	106,1	146,4
2026 Jan.	-6,9	-3,9	91,2	82,9	92,1	105,3	91,0	99,3	91,1	103,1	108,7	100,9	139,6
Febr.	-5,0	0,5	92,8	85,9	92,8	105,3	92,0	102,1	95,8	106,2	109,9	103,3	145,0
März	-4,7	6,0	92,6	85,0	92,9	103,9	89,7	103,7	98,2	110,6	114,1	105,4	151,7
April	1,7	2,5	95,0	88,9	94,6	105,0	93,7	102,5	96,5	109,4	111,4	103,8	148,4
Mai	-5,6	-0,6	93,3	85,4	95,5	104,8	92,5	102,9	97,1	107,3	112,3	103,7	161,0

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	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2026)	100,0	100,0	72,0	53,2	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	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	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	0,9	3,0	3,2
2026 März	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,0	0,3	0,0	7,0	0,3	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	0,3	2,7	3,3
Juli	103,2	2,9	2,5	2,6	3,3	0,5	0,1	0,0	0,4	2,7	0,2	2,9	3,6
Aug. ³⁾	103,7	3,3	2,4	.	3,0	0,4	0,1	0,5	0,3	2,9	0,1	.	.

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungs- mittel				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 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	1,9	4,7	.
Q2	129,9	5,1	5,8	2,7	5,2	2,3	0,7	-1,0	2,1	11,7	3,3	.	.
2026 Febr.	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
März	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
April	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,4	-	-	-
Mai	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,3	0,7	-1,0	2,2	14,0	-	-	-
Juni	129,7	4,6	5,1	3,0	6,1	2,3	0,5	-1,2	2,3	8,8	-	-	-
Juli	131,8	5,8	5,8	3,1	6,3	2,6	0,4	-1,2	2,4	12,9	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baupreisindex für neue Wohngebäude.

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

Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 1 bis 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 Nahrungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Gewichte in %										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	114,1	6,3	4,9	6,3	3,9	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,2	-14,1	-12,3	-14,0	-14,6	-13,4
2024	117,4	2,9	2,4	2,4	2,8	1,9	0,8	-0,3	82,0	2,7	2,5	3,0	3,7	3,9	3,5
2025	120,2	2,4	2,3	2,1	3,2	1,9	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	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,5	2,6	2,5	2,3	3,4	2,0	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 Q1	122,0	2,4	2,0	2,2	2,4	2,1	0,6	-0,4	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-7,9	-14,5	-0,9
Q2	122,8	2,4	2,6	3,0	2,5	2,9	3,9	4,3	109,4	6,2	-5,7	16,6	5,3	-3,2	14,4
2026 März	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,4	4,0	-3,5	-7,7	0,8
April	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,5	-8,1	15,9	4,0	-4,3	13,1
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,8	18,6	6,0	-3,3	15,9
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,6	-1,8	15,5	6,0	-1,9	14,1
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	82,4	9,8	8,9	10,6	7,7	6,1	9,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	93,7	8,5	4,9	11,3	6,5	3,7	9,2

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

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

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der 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	47,4	49,5	25,1	39,7	67,3
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 Q3	8,1	17,0	13,5	3,1	48,0
Q4	10,3	17,9	13,6	7,9	48,4
2026 Q1	14,3	18,3	14,6	8,8	46,7
Q2	26,1	27,0	16,3	16,5	56,5
2026 März	19,6	20,3	15,0	11,1	47,5
April	29,6	27,6	17,6	19,2	56,5
Mai	26,5	26,9	16,6	17,1	57,4
Juni	22,2	26,6	14,7	13,3	55,5
Juli	17,8	22,6	13,7	9,1	53,8
Aug.	16,4	22,1	14,1	8,4	54,9

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⁾
	1	2	Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
			3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,6	4,9	4,7	5,5	5,2	4,2	4,3
2024	115,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6
2025	120,2	3,7	3,6	4,1	3,9	3,4	2,8
2025 Q3	116,2	3,4	3,3	3,9	3,5	3,4	2,0
Q4	127,2	3,7	3,4	4,5	3,5	4,1	2,9
2026 Q1	116,1	3,2	3,4	2,8	3,2	3,3	2,6
Q2	128,7	3,1	3,1	3,1	3,4	3,1	2,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2020=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2023	109,6	6,5	6,5	8,4	4,9	7,8	1,1	10,6	3,0	6,2	5,3	3,8
2024	114,3	4,3	3,9	3,2	6,2	5,0	3,9	5,7	1,8	4,3	4,3	4,3
2025	118,1	3,3	0,5	2,4	4,5	3,0	-0,1	4,1	4,3	4,0	4,2	4,5
2025 Q3	118,3	3,4	0,1	3,1	4,0	3,0	-0,3	3,9	5,3	3,7	4,0	6,1
Q4	119,3	3,3	0,9	3,0	2,9	2,6	-0,9	3,3	3,8	3,3	4,5	3,7
2026 Q1	120,3	3,5	2,8	5,9	4,6	2,8	-0,6	4,1	4,1	3,4	3,3	3,9
Q2	120,7	2,6	0,8	2,2	4,7	2,4	-0,4	3,6	3,2	2,6	3,0	2,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2023	115,1	5,3	4,7	5,8	4,9	5,6	4,4	6,5	3,5	6,0	4,8	5,7
2024	120,3	4,6	5,3	4,2	4,2	4,3	4,2	5,0	3,9	4,7	4,8	5,4
2025	125,0	3,8	4,3	3,7	4,0	3,8	4,1	3,3	3,0	4,0	4,0	3,7
2025 Q3	125,5	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9	4,6	3,1	3,8	4,0	3,8	4,5
Q4	126,7	3,7	3,5	3,6	3,4	3,7	4,1	3,5	4,3	3,2	4,2	3,1
2026 Q1	127,6	3,5	3,5	3,3	3,1	3,8	4,5	3,3	4,6	3,9	3,3	4,1
Q2	128,7	3,3	3,3	3,6	3,5	3,2	4,8	3,0	3,7	3,4	3,0	3,3
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2023	105,0	-1,1	-1,7	-2,4	0,0	-2,1	3,3	-3,7	0,6	-0,2	-0,5	1,8
2024	105,3	0,2	1,4	1,1	-1,9	-0,7	0,3	-0,7	2,1	0,4	0,5	1,0
2025	105,8	0,5	3,7	1,3	-0,5	0,8	4,2	-0,8	-1,2	0,0	-0,2	-0,7
2025 Q3	106,0	0,5	3,9	0,9	-0,1	0,9	4,9	-0,7	-1,4	0,3	-0,2	-1,5
Q4	106,1	0,4	2,6	0,5	0,4	1,0	5,1	0,1	0,5	-0,1	-0,3	-0,6
2026 Q1	106,0	0,0	0,7	-2,5	-1,4	0,9	5,1	-0,7	0,5	0,4	0,0	0,3
Q2	106,5	0,7	2,5	1,4	-1,1	0,8	5,2	-0,6	0,4	0,8	0,0	0,4
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2023	108,7	4,9	4,5	5,6	4,6	5,2	4,3	6,3	3,6	5,5	4,3	4,7
2024	113,2	4,2	5,0	4,1	4,3	3,9	3,9	4,6	3,3	3,6	4,4	4,9
2025	118,0	4,2	4,7	4,2	4,3	4,3	4,5	3,9	4,3	4,5	4,3	3,1
2025 Q3	118,0	3,9	5,1	3,9	4,0	3,8	5,1	3,8	4,5	4,2	3,7	3,9
Q4	119,0	3,8	3,8	3,6	3,7	4,1	4,0	3,6	6,4	3,3	4,2	2,3
2026 Q1	120,0	3,5	4,0	3,0	3,9	3,8	4,7	3,8	5,3	3,7	3,0	3,9
Q2	121,1	3,3	3,4	3,3	3,8	2,9	4,8	3,4	4,0	3,0	3,1	4,2
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2023	99,0	-1,3	-1,0	-2,6	0,1	-2,1	3,2	-3,8	0,7	-0,5	-0,9	0,9
2024	98,9	-0,1	0,7	1,0	-1,9	-0,9	-0,1	-0,9	1,4	-0,3	0,0	0,5
2025	99,9	1,0	4,7	1,9	-0,1	1,5	4,4	-0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,3
2025 Q3	99,7	0,6	4,8	0,8	0,0	1,1	5,1	-0,3	-2,1	0,1	-0,2	-2,2
Q4	99,7	0,6	3,4	0,6	0,7	1,5	4,8	0,2	2,3	0,0	-0,2	-1,0
2026 Q1	99,8	0,1	1,1	-2,8	-0,8	0,9	5,1	-0,2	0,9	0,4	-0,2	0,2
Q2	100,3	0,6	2,1	1,0	-1,3	0,6	5,2	-0,2	0,4	0,5	0,2	1,3

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 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
Juli	2,18	2,21	2,43	2,65	2,86	3,62	0,98
Aug.	2,19	2,22	2,51	2,71	2,95	3,64	0,98

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 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
Juli	2,38	2,65	2,76	2,89	3,23	0,58	0,73	1,52	2,86	2,87	3,18	3,88
Aug.	2,42	2,71	2,86	3,01	3,34	0,63	0,68	1,44	2,96	3,01	3,29	3,98

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 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
Juli	666,9	6 291,7	1 077,7	244,7	164,9	200,9	429,7	1 265,1	1 477,6	589,3	381,8	841,0	7 481,3	66 505,6
Aug.	682,1	6 483,6	1 101,9	242,4	161,5	208,5	450,1	1 320,7	1 502,2	570,6	385,2	844,3	7 711,3	66 377,8

Quelle: LSEG.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite		Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite								
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾		Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zins- satz ³⁾	Gewich- teter Indikator der Kreditfinan- zierungs- kosten			
				Bis zu 2 Jah- ren						Mehr als 2 Jahre	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr			Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025	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	0,27	1,17	1,93	2,37	7,19	16,42	7,18	7,67	8,43	4,38	3,60	3,46	3,65	3,32	3,76	3,48	
	Juni	0,28	1,17	2,06	2,55	7,29	16,47	7,20	7,54	8,22	4,35	3,65	3,52	3,67	3,34	3,77	3,51	
	Juli ^(p)	0,28	1,18	2,12	2,57	7,32	16,49	7,45	7,61	8,32	4,48	3,69	3,57	3,73	3,36	3,81	3,54	

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 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	3,41	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	3,15	3,62	3,51
März	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,51	3,71	3,28	3,55	3,59	3,59
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	0,53	2,03	2,61	3,71	3,78	4,47	5,09	3,64	3,74	3,88	3,28	3,57	3,75	3,64
Juni	0,59	2,20	2,66	3,83	3,91	4,46	5,05	3,72	3,76	3,89	3,56	3,67	3,77	3,79
Juli ^(p)	0,60	2,25	2,83	3,87	3,83	4,43	4,99	3,84	3,83	3,92	3,49	3,84	3,83	3,80

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	1 600,6	581,1	206,4	119,9	71,3	741,8	674,7	517,3	206,4	133,6	103,9	40,1	137,2	110,2	
2025	1 617,6	575,6	218,6	134,5	77,6	745,8	662,7	555,2	226,7	151,9	120,2	42,0	134,7	107,8	
2026	Febr.	1 690,3	622,5	222,1	126,7	92,5	753,2	659,4	557,8	230,9	153,5	117,1	41,3	132,1	99,9
	März	1 667,4	580,0	222,8	129,8	90,9	773,7	682,6	625,9	234,7	173,7	136,8	48,2	169,2	144,4
	April	1 666,5	577,1	202,7	109,5	100,6	786,0	700,2	629,3	222,1	171,0	127,5	62,3	173,9	144,8
	Mai	1 674,2	577,3	205,2	107,6	97,2	794,5	710,0	588,0	213,9	171,7	123,5	53,0	149,4	123,8
	Juni	1 730,1	613,1	209,2	104,5	93,4	814,5	730,9	657,1	254,4	189,8	135,0	55,0	158,0	137,2
Juli	1 708,2	601,0	212,8	101,1	93,1	801,3	726,8	632,0	233,5	190,3	137,1	51,3	157,0	134,6	
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	20 544,5	4 773,1	3 537,9	1 523,8	1 635,1	10 598,4	9 826,3	350,6	89,2	85,9	35,2	27,0	148,6	137,9	
2025	21 428,3	4 888,9	3 793,2	1 692,7	1 738,9	11 007,3	10 214,2	384,1	93,0	102,4	44,7	31,1	157,7	146,6	
2026	Febr.	22 001,2	4 991,5	3 824,7	1 690,9	1 773,5	11 411,6	10 584,2	387,4	88,4	87,7	32,8	23,1	188,3	174,3
	März	21 698,8	4 939,6	3 816,9	1 711,2	1 730,3	11 212,0	10 394,8	443,9	113,4	128,4	64,1	20,8	181,2	163,9
	April	21 756,7	5 003,1	3 806,6	1 688,0	1 747,1	11 199,9	10 382,3	438,3	129,1	93,8	36,3	34,1	181,3	170,8
	Mai	22 005,3	5 043,9	3 859,7	1 707,0	1 773,3	11 328,4	10 499,1	439,7	113,5	103,7	37,2	45,2	177,3	164,8
	Juni	22 307,4	5 123,7	3 894,5	1 728,3	1 797,1	11 492,1	10 646,3	512,6	149,1	112,9	45,7	45,2	205,4	188,8
Juli	22 171,9	5 149,1	3 898,0	1 728,9	1 783,8	11 341,0	10 508,9	425,3	143,5	95,8	29,3	26,9	159,1	153,0	

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle 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	22 145,1	5 354,2	3 744,3	1 643,7	1 706,4	11 340,1	10 501,0	10 147,6	753,4	1 586,2	7 807,6
2025	23 045,9	5 464,5	4 011,8	1 827,2	1 816,5	11 753,2	10 876,9	11 702,7	1 315,7	1 850,5	8 536,0
2026 Febr.	23 691,6	5 614,0	4 046,8	1 817,5	1 865,9	12 164,8	11 243,5	12 301,8	1 320,4	1 872,6	9 108,3
März	23 366,3	5 519,6	4 039,7	1 841,0	1 821,3	11 985,7	11 077,4	11 330,9	1 177,3	1 770,7	8 382,4
April	23 423,2	5 580,3	4 009,3	1 797,5	1 847,8	11 985,9	11 082,5	11 922,0	1 269,2	1 840,8	8 811,5
Mai	23 679,4	5 621,2	4 064,9	1 814,7	1 870,5	12 122,8	11 209,1	12 297,7	1 328,6	1 841,6	9 127,1
Juni	24 037,5	5 736,7	4 103,7	1 832,7	1 890,4	12 306,6	11 377,2	12 600,3	1 425,3	1 927,5	9 247,0
Juli	23 880,1	5 750,1	4 110,8	1 830,0	1 876,9	12 142,3	11 235,7	12 591,0	1 499,3	1 978,5	9 112,8
Wachstumsraten ¹⁾											
2025 Dez.	5,3	3,3	10,1	12,6	4,1	4,9	4,9	0,1	2,9	-1,7	0,1
2026 Jan.	5,5	3,3	9,8	11,4	4,8	5,3	5,1	0,2	2,6	-0,6	0,0
Febr.	5,4	3,8	9,3	10,8	4,9	5,0	4,8	0,2	2,3	-0,9	0,1
März	5,4	2,9	9,3	10,9	4,3	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,6	0,3
April	5,4	5,1	7,5	7,3	4,7	4,9	4,9	0,2	1,6	-1,0	0,3
Mai	5,1	3,9	7,5	8,0	3,6	5,2	5,2	0,2	1,6	-1,0	0,3
Juni	5,5	4,8	6,8	6,0	3,8	5,6	5,5	0,4	1,2	-0,5	0,4
Juli	5,6	5,8	6,5	5,2	3,7	5,5	5,6	0,1	1,2	-0,9	0,2

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 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	58,1	87,7	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,4	56,6	88,7	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,7	54,8	91,2	128,3	96,1
2025 Q3	102,1	97,7	102,1	93,3	55,4	93,1	130,8	97,8
Q4	101,9	97,4	101,9	93,3	55,1	93,0	130,7	97,5
2026 Q1	101,4	97,2	101,6	92,8	54,8	92,9	130,3	97,2
Q2	100,8	96,9	100,9	-	-	-	129,7	96,7
2026 März	100,8	96,8	101,4	-	-	-	129,6	96,8
April	101,3	97,6	102,1	-	-	-	130,2	97,4
Mai	100,8	96,9	101,0	-	-	-	129,7	96,7
Juni	100,3	96,4	99,8	-	-	-	129,0	96,1
Juli	99,9	96,3	99,1	-	-	-	128,7	96,1
Aug.	100,4	97,0	99,4	-	-	-	129,6	96,9
Veränderung gegen Vormonat in %								
2026 Aug.	0,5	0,7	0,3	-	-	-	0,7	0,8
Veränderung gegen Vorjahr in %								
2026 Aug.	-1,6	-0,6	-2,5	-	-	-	-0,8	-0,8

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 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 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
Juli	7,737	24,207	7,475	359,468	185,539	4,318	0,854	5,2372	11,046	0,926	1,142
Aug.	7,809	24,179	7,476	363,382	184,102	4,310	0,856	5,2493	11,023	0,936	1,159
Veränderung gegen Vormonat in %											
2026 Aug.	0,9	-0,1	0,0	1,1	-0,8	-0,2	0,3	0,2	-0,2	1,1	1,5
Veränderung gegen Vorjahr in %											
2026 Aug.	-6,4	-1,4	0,2	-8,3	7,2	1,1	-1,1	3,6	-1,2	-0,3	-0,3

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	239,2	228,0	11,2	80,4	61,5	96,8	113,6	0,1	50,0	52,9	11,9	109,0
Transaktionen												
2025 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	-
Q2	605,6	558,5	47,1	31,5	-16,6	176,0	367,1	49,7	346,0	208,0	2,4	-
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	183,6	146,5	37,1	21,1	16,4	46,8	35,9	14,7	104,0	94,3	-3,0	-
Mai	198,5	198,7	-0,2	4,1	0,0	75,4	72,8	17,3	95,5	125,9	6,3	-
Juni	223,5	213,3	10,2	6,2	-32,9	53,7	258,4	17,8	146,6	-12,2	-0,8	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2026 Juni	1 957,4	1 730,5	226,9	352,4	71,1	820,0	1 122,8	9,6	752,8	536,7	22,6	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2026 Juni	12,1	10,7	1,4	2,2	0,4	5,1	6,9	0,1	4,6	3,3	0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											Insgesamt
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Zusammen	Reposchäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
	Bargeldumlauf	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	8 811,6	10 345,6	2 305,6	2 451,9	4 757,5	15 103,1	183,5	743,6	69,4	996,6	16 099,7
2024	1 554,5	9 036,5	10 591,0	2 544,5	2 456,1	5 000,6	15 591,6	253,8	885,7	33,2	1 172,7	16 764,3
2025	1 587,5	9 503,0	11 090,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 075,2	257,4	855,7	11,8	1 125,0	17 200,2
2025	Q3	1 574,9	9 328,1	10 903,0	2 348,8	2 543,7	4 892,6	15 795,6	258,6	922,6	12,3	1 193,5
	Q4	1 587,5	9 503,0	11 090,5	2 419,9	2 564,8	4 984,7	16 075,2	257,4	855,7	11,8	1 125,0
2026	Q1	1 602,1	9 676,0	11 278,1	2 422,7	2 574,0	4 996,7	16 274,8	223,3	900,9	40,3	1 164,4
	Q2 ^(p)	1 609,3	9 715,4	11 324,7	2 516,1	2 576,2	5 092,3	16 416,9	233,4	916,5	48,1	1 198,1
2026	Febr.	1 598,0	9 615,3	11 213,3	2 435,6	2 574,5	5 010,2	16 223,5	206,9	884,1	19,0	1 109,9
	März	1 602,1	9 676,0	11 278,1	2 422,7	2 574,0	4 996,7	16 274,8	223,3	900,9	40,3	1 164,4
	April	1 602,9	9 676,0	11 278,9	2 445,6	2 579,5	5 025,1	16 304,0	200,8	900,7	44,0	1 145,4
	Mai	1 606,4	9 690,1	11 296,5	2 472,7	2 580,6	5 053,3	16 349,8	213,3	911,4	48,7	1 173,5
	Juni	1 609,3	9 715,4	11 324,7	2 516,1	2 576,2	5 092,3	16 416,9	233,4	916,5	48,1	1 198,1
	Juli ^(p)	1 612,7	9 680,1	11 292,8	2 569,4	2 574,2	5 143,6	16 436,4	220,0	907,0	50,6	1 177,5
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	178,3	199,5	205,5	6,8	212,3	411,7	75,6	131,5	-36,4	170,7	582,4
2025	33,0	475,1	508,1	-123,3	101,4	-21,9	486,2	8,9	-5,2	-13,3	-9,6	476,6
2025	Q3	11,0	84,3	95,2	-52,6	29,2	-23,4	71,9	1,4	1,4	-13,3	-10,5
	Q4	12,6	139,9	152,6	56,6	21,1	77,7	230,3	-0,3	-34,2	2,2	-32,3
2026	Q1	7,0	89,9	96,9	-18,4	8,7	-9,7	87,2	-8,4	43,2	29,3	64,1
	Q2 ^(p)	7,2	24,2	31,4	92,1	2,2	94,3	125,7	13,1	12,6	1,7	27,4
2026	Febr.	1,0	13,6	14,6	23,5	5,2	28,7	43,3	-24,4	24,8	-19,0	-18,6
	März	4,1	53,3	57,4	-16,4	-0,7	-17,1	40,3	15,3	16,1	22,4	53,8
	April	0,8	-6,1	-5,3	25,0	5,6	30,6	25,3	-21,8	-1,4	0,9	-22,4
	Mai	3,5	11,1	14,6	26,5	1,1	27,7	42,2	12,4	9,9	2,1	24,4
	Juni	2,9	19,3	22,1	40,6	-4,5	36,0	58,2	22,5	4,1	-1,3	25,3
	Juli ^(p)	3,5	-33,5	-30,0	54,3	-2,0	52,3	22,3	-13,2	-10,3	2,0	-21,5
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	1,9	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,4	-0,8	2,8
2025	Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3
	Q4	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,4	-0,8
2026	Q1	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	26,8	4,1
	Q2 ^(p)	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,7	90,3	4,4
2026	Febr.	2,0	5,1	4,6	-3,4	3,8	0,2	3,2	-10,4	0,5	-26,1	-2,4
	März	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	26,8	4,1
	April	2,3	4,2	3,9	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,7	3,3	31,2	0,9
	Mai	2,4	3,9	3,7	-0,2	3,0	1,4	3,0	-3,1	3,4	45,1	3,2
	Juni	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,7	90,3	4,4
	Juli ^(p)	2,4	3,3	3,1	5,6	2,0	3,8	3,3	2,8	2,1	91,2	4,2

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	8 406,5	5 105,8	1 014,1	2 285,3	1,3	1 258,9	226,7	542,4
2024	3 417,1	2 479,2	793,5	133,3	11,1	8 734,0	5 188,5	1 255,1	2 289,0	1,3	1 359,9	231,6	548,3
2025	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 989,8	5 472,0	1 136,3	2 380,2	1,3	1 472,1	224,2	553,2
2025 Q3	3 468,6	2 538,4	778,4	145,7	6,0	8 908,2	5 405,8	1 138,3	2 363,0	1,1	1 335,8	229,4	537,2
Q4	3 505,8	2 575,3	774,3	150,4	5,9	8 989,8	5 472,0	1 136,3	2 380,2	1,3	1 472,1	224,2	553,2
2026 Q1	3 568,1	2 626,1	786,5	152,4	3,1	9 103,9	5 566,9	1 150,9	2 385,4	0,7	1 425,4	244,0	554,5
Q2 ^(p)	3 642,9	2 641,0	842,4	153,3	6,2	9 148,7	5 590,0	1 171,8	2 385,9	1,0	1 437,2	242,9	569,4
2026 Febr.	3 557,7	2 610,2	790,3	152,5	4,6	9 087,2	5 553,7	1 147,8	2 384,9	0,9	1 376,6	244,2	566,6
März	3 568,1	2 626,1	786,5	152,4	3,1	9 103,9	5 566,9	1 150,9	2 385,4	0,7	1 425,4	244,0	554,5
April	3 572,1	2 612,7	800,6	153,6	5,3	9 138,5	5 587,2	1 159,6	2 390,9	0,8	1 400,8	237,1	553,3
Mai	3 606,9	2 623,7	823,4	153,8	6,0	9 145,2	5 589,4	1 164,9	2 389,9	0,9	1 387,4	245,0	572,3
Juni	3 642,9	2 641,0	842,4	153,3	6,2	9 148,7	5 590,0	1 171,8	2 385,9	1,0	1 437,2	242,9	569,4
Juli ^(p)	3 654,7	2 626,7	869,6	151,7	6,7	9 172,9	5 591,3	1 194,7	2 385,9	0,9	1 397,0	238,3	580,8
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,8	-459,5	571,7	-98,9	0,5	-47,7	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,0	48,5	236,1	5,3	0,1	79,6	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,1	294,7	-116,4	83,9	-0,1	86,1	-4,9	3,0
2025 Q3	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	63,4	71,4	-35,9	27,8	0,0	-25,3	-3,8	-7,2
Q4	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	81,2	66,4	-2,6	17,2	0,2	86,9	-5,0	14,6
2026 Q1	34,8	26,5	9,0	2,0	-2,8	57,0	52,8	-0,2	5,0	-0,6	-31,7	12,7	-1,0
Q2 ^(p)	74,3	14,8	55,6	0,9	3,1	33,6	12,0	20,8	0,4	0,4	18,3	-1,3	6,6
2026 Febr.	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	23,4	17,4	2,7	3,3	-0,1	-18,4	4,5	-12,0
März	5,0	11,9	-5,3	-0,1	-1,5	16,7	13,7	2,7	0,5	-0,2	42,6	-0,6	-12,1
April	6,0	-12,1	14,8	1,2	2,2	25,4	10,7	9,1	5,4	0,2	-20,8	-6,6	-1,3
Mai	35,2	11,7	22,5	0,3	0,7	5,8	1,5	5,2	-0,9	0,1	-8,6	7,8	10,9
Juni	33,1	15,3	18,3	-0,6	0,2	2,4	-0,1	6,6	-4,1	0,1	47,7	-2,5	-3,0
Juli ^(p)	12,9	-13,7	27,7	-1,5	0,5	24,6	1,6	23,1	0,0	-0,1	-38,8	-4,5	11,4
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	6,2	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	6,1	-2,1	0,5
2025 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	6,1	-2,1	0,5
2026 Q1	4,2	5,3	0,1	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
Q2 ^(p)	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,4
2026 Febr.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,0	5,5	-8,0	3,3	-19,1	1,5	4,0	3,3
März	4,2	5,3	0,1	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
April	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	3,0	4,9	-5,1	3,0	-8,4	0,4	-3,5	1,9
Mai	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,8	4,3	-3,6	2,6	-12,9	0,9	3,6	3,3
Juni	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,4
Juli ^(p)	5,3	3,6	10,8	5,1	11,1	2,6	3,4	0,6	1,8	-4,4	4,1	3,8	3,8

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	6 251,2	986,9	5 238,4	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	6 294,6	1 020,5	5 247,9	16 247,8	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,2	1 045,3
2025 Q3	6 287,7	1 017,1	5 244,5	16 020,7	13 447,1	13 719,9	5 243,5	6 808,9	1 258,7	136,1	1 567,0	1 006,6
	6 294,6	1 020,5	5 247,9	16 247,8	13 630,3	13 903,7	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,2	1 045,3
2026 Q1	6 307,8	1 047,9	5 233,6	16 420,8	13 798,8	14 069,7	5 357,1	6 932,2	1 357,1	152,4	1 571,8	1 050,2
	6 309,0	1 055,4	5 227,3	16 551,7	13 946,8	14 220,0	5 430,9	6 971,6	1 393,4	150,9	1 524,1	1 080,8
2026 Febr.	6 327,9	1 045,0	5 256,7	16 393,4	13 744,2	14 007,8	5 335,7	6 918,8	1 337,1	152,5	1 585,6	1 063,6
	6 307,8	1 047,9	5 233,6	16 420,8	13 798,8	14 069,7	5 357,1	6 932,2	1 357,1	152,4	1 571,8	1 050,2
April	6 271,1	1 049,0	5 195,8	16 404,2	13 820,5	14 092,4	5 380,5	6 938,0	1 353,8	148,1	1 529,2	1 054,5
Mai	6 306,2	1 049,2	5 230,7	16 478,4	13 886,0	14 159,6	5 405,0	6 956,2	1 375,3	149,4	1 530,7	1 061,7
Juni	6 309,0	1 055,4	5 227,3	16 551,7	13 946,8	14 220,0	5 430,9	6 971,6	1 393,4	150,9	1 524,1	1 080,8
Juli ^(p)	6 248,9	1 059,0	5 163,3	16 609,3	13 996,1	14 264,7	5 456,3	6 989,9	1 392,2	157,6	1 528,4	1 084,7
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	49,8	33,4	16,0	455,6	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,5	54,0
2025 Q3	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,6	26,9
	10,2	4,7	5,3	182,1	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,9	9,1
2026 Q1	14,5	25,0	-10,5	141,1	136,1	131,4	46,6	56,1	33,0	0,5	0,4	4,6
	-27,0	7,5	-34,5	117,8	161,0	163,4	75,9	54,2	32,3	-1,5	-50,5	7,3
2026 Febr.	-61,3	5,2	-66,5	29,0	36,5	25,8	27,5	20,7	-13,0	1,3	-5,2	-2,3
	26,4	2,5	24,0	40,7	53,8	61,8	19,8	17,9	16,4	-0,2	-9,7	-3,4
März	-40,6	1,2	-41,8	-7,7	37,3	38,6	22,1	19,1	0,3	-4,2	-42,8	-2,2
April	18,8	-0,6	19,4	70,1	67,2	69,3	26,3	19,0	20,7	1,3	-0,5	3,3
Mai	-5,1	6,8	-12,0	55,5	56,5	55,5	27,5	16,2	11,3	1,4	-7,2	6,2
Juni	-31,0	3,2	-34,3	67,3	54,4	49,9	24,5	19,6	3,5	6,8	7,1	5,9
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 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
	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026 Q1	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
2026 Febr.	0,1	4,4	-0,8	2,9	3,1	3,2	3,0	2,8	4,2	9,2	0,7	4,4
	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
März	-0,4	4,8	-1,4	2,9	3,3	3,4	3,3	2,9	4,9	5,2	-2,3	5,3
April	0,1	3,9	-0,7	3,2	3,7	3,8	3,8	3,0	6,7	5,0	-2,2	5,1
Mai	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
Juni	-0,5	4,3	-1,4	3,5	4,1	4,1	4,4	3,1	7,7	11,1	-2,7	4,0

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	949,8	1 122,1	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2025 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	949,8	1 122,1	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,2	5 403,4	672,7
2026 Q1	5 357,1	5 383,6	966,3	1 142,1	3 248,6	6 932,2	7 188,0	796,4	5 465,3	670,4
Q2 ^(p)	5 430,9	5 466,1	983,5	1 160,1	3 287,2	6 971,6	7 224,5	803,9	5 507,7	660,0
2026 Febr.	5 335,7	5 356,7	952,9	1 129,9	3 253,0	6 918,8	7 175,0	791,7	5 453,9	673,3
März	5 357,1	5 383,6	966,3	1 142,1	3 248,6	6 932,2	7 188,0	796,4	5 465,3	670,4
April	5 380,5	5 409,1	969,6	1 148,5	3 262,5	6 938,0	7 191,2	798,5	5 480,7	658,8
Mai	5 405,0	5 442,4	980,5	1 157,6	3 266,9	6 956,2	7 207,4	802,0	5 496,9	657,3
Juni	5 430,9	5 466,1	983,5	1 160,1	3 287,2	6 971,6	7 224,5	803,9	5 507,7	660,0
Juli ^(p)	5 456,3	5 489,7	993,6	1 170,2	3 292,5	6 989,9	7 240,8	807,9	5 521,8	660,2
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	31,5	35,6	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 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	26,0	-4,0	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 Q1	46,6	43,7	10,8	19,8	16,0	56,1	52,5	9,4	45,8	0,9
Q2 ^(p)	75,9	84,4	18,3	19,7	38,0	54,2	51,2	9,5	43,0	1,8
2026 Febr.	27,5	17,1	3,7	7,0	16,9	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
März	19,8	27,0	13,1	12,4	-5,7	17,9	17,2	5,4	12,0	0,5
April	22,1	23,1	4,3	7,3	10,5	19,1	17,1	3,3	15,7	0,1
Mai	26,3	34,5	11,7	8,7	5,9	19,0	17,2	4,0	16,4	-1,4
Juni	27,5	26,8	2,3	3,6	21,6	16,2	16,9	2,2	10,9	3,1
Juli ^(p)	24,5	22,4	9,0	10,2	5,3	19,6	17,0	4,5	14,4	0,7
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	3,4	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 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	3,4	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Q1	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
Q2 ^(p)	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
2026 Febr.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,1	2,8	0,1
März	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
April	3,3	3,4	4,7	4,0	2,7	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
Mai	3,8	4,0	6,2	4,7	2,8	3,0	3,0	5,6	3,0	0,0
Juni	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
Juli ^(p)	4,4	4,4	7,3	4,8	3,5	3,1	3,1	5,7	3,0	0,7

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	477,8	7 338,3	1 827,0	90,5	2 415,1	3 005,6	1 853,9	263,3	152,1	152,6
2024	396,8	7 851,0	1 842,3	117,2	2 590,7	3 300,8	2 664,0	308,8	140,4	136,0
2025	399,1	8 372,4	1 872,6	131,7	2 621,6	3 746,5	3 240,9	188,4	324,1	235,1
2025 Q3	430,8	8 092,8	1 842,7	132,5	2 589,9	3 527,6	3 052,7	151,5	168,3	168,2
Q4	399,1	8 372,4	1 872,6	131,7	2 621,6	3 746,5	3 240,9	188,4	324,1	235,1
2026 Q1	427,7	8 549,2	1 890,8	133,2	2 652,3	3 873,0	3 529,8	157,8	396,2	257,3
Q2 ^(p)	402,1	8 501,2	1 858,2	136,2	2 733,5	3 773,2	3 508,4	149,2	460,8	289,0
2026 Febr.	426,9	8 697,6	1 884,9	132,1	2 626,2	4 054,4	3 616,7	119,9	405,2	255,9
März	427,7	8 549,2	1 890,8	133,2	2 652,3	3 873,0	3 529,8	157,8	396,2	257,3
April	426,1	8 517,0	1 849,9	132,9	2 669,3	3 864,9	3 519,0	198,3	386,7	277,0
Mai	430,8	8 559,9	1 853,4	134,9	2 702,4	3 869,3	3 556,8	172,7	417,1	272,8
Juni	402,1	8 501,2	1 858,2	136,2	2 733,5	3 773,2	3 508,4	149,2	460,8	289,0
Juli ^(p)	400,2	8 500,5	1 863,1	137,2	2 750,6	3 749,7	3 497,8	158,7	457,4	270,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	436,9	-192,4	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	27,5	-11,7	-16,7
2025	2,3	193,3	33,2	16,3	104,9	38,8	297,5	-130,7	8,6	29,2
2025 Q3	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,6	-29,6	-9,6	2,3
Q4	-32,2	108,8	24,0	-0,8	32,9	52,7	83,7	-1,4	-19,3	-3,0
2026 Q1	19,0	45,6	14,3	1,3	21,9	8,1	141,6	-81,2	70,8	21,0
Q2 ^(p)	-25,6	73,9	-33,0	3,0	74,8	29,1	96,4	14,1	64,5	34,6
2026 Febr.	-55,2	31,9	0,9	0,6	8,4	22,1	24,3	9,5	3,9	6,1
März	0,8	28,8	4,0	1,0	10,5	13,2	57,5	-1,0	-9,0	1,4
April	-1,7	-14,2	-39,2	-0,3	25,2	0,1	-13,1	48,6	-9,5	22,5
Mai	4,8	51,3	3,2	2,0	31,9	14,3	46,5	-12,7	30,4	-4,2
Juni	-28,7	36,8	3,1	1,3	17,7	14,7	63,0	-21,7	43,6	16,2
Juli ^(p)	-2,0	35,1	5,5	1,0	22,7	5,8	-7,8	5,5	-3,3	-19,0
Wachstumsraten										
2023	-29,5	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	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2025 Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
Q4	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2026 Q1	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
Q2 ^(p)	-4,4	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
2026 Febr.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	17,3	16,6
März	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
April	-3,6	2,8	0,7	7,7	5,8	1,5	-	-	12,8	17,4
Mai	-6,7	3,0	0,9	7,2	5,9	1,8	-	-	30,5	12,9
Juni	-4,4	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
Juli ^(p)	-1,5	3,5	1,0	3,9	6,7	2,5	-	-	49,6	20,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 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	11,1	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	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2026	Q1	12,6	11,1	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
	Q2	12,7	11,1	3,8	1,6	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
2026	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	12,6	11,1	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
	April	12,4	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	1,7	2,3	1,6	2,8	2,3
	Juni	12,7	11,1	3,8	1,6	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
	Juli	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,3	1,7	2,4	1,6	2,9	2,3

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Bulgarien 2	Deutschland 3	Estland 4	Irland 5	Griechenland 6	Spanien 7	Frankreich 8	Kroatien 9	Italien 10	Zypern 11
Finanzierungssaldo											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 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 9. September 2026.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-26-052-DE-N (Online-Version)