EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2026

Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen **3**

Zusammenfassung 3

1 Außenwirtschaftliches Umfeld 8

2 Konjunkturentwicklung 13

3 Preise und Kosten 23

4 Finanzmarktentwicklungen 31

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung 34

Kästen **43**

1 Narrative und Risiken: Ein quantitatives Instrumentarium zur Bewertung von Szenarien für den Konflikt im Nahen Osten 43

2 Inwieweit beeinflusst extremes Sommerwetter die Bauproduktion im Euroraum? 49

3 Wie groß ist der Anteil des Privatsektors an der Beschäftigung im Bereich der Daseinsvorsorge? 54

4 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen 61

5 Bedeutung von Raffineriekosten und -margen für die am HVPI gemessene Teuerung bei Energie 68

6 Künstliche Intelligenz und europäische Unternehmen: Kosten der marktbasierten Finanzierung 77

7 Welche Bedeutung hat die Wettbewerbsfähigkeit der Banken für die Geldpolitik? 86

8 Wer hält Stablecoins? Neue Erkenntnisse zu den Verbraucherbeständen im Euroraum 94

Aufsätze **101**

1 Industriepolitik in der EU: neue Chancen, alte Risiken? 101

2 Von der Anerkennung von Klima- und Naturrisiken zu deren Integration: Welche Fortschritte hat die EZB in diesem Bereich erzielt und welche Rolle spielt das Kompetenzzentrum Klimawandel dabei? 125

Statistik **138**

Abkürzungen

Länder und Regionen

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

Sonstige

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 29. Oktober 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Die Energiepreise sind weiter gestiegen, was Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten und Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten mit sich bringt. Während der Energieschock seine volle Wirkung noch entfaltet, ist die zugrunde liegende Inflation bislang weitgehend stabil geblieben, und die Löhne zeigen zum jetzigen Zeitpunkt keine wesentliche Reaktion. Das größere Ausmaß und die längere Dauer des Energieschocks sowie die Implikationen mit Blick auf indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte dürften die Inflation in die Höhe treiben und das Wachstum schmälern. Die Finanzierungsbedingungen haben sich seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats am 10. September 2026 verschärft, was die Inflation und das Wachstum dämpfen dürfte. Der EZB-Rat ist fest entschlossen, seine Geldpolitik so auszurichten, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert.

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

Konjunkturentwicklung

Die aktuellen Daten lassen darauf schließen, dass die Wirtschaft des Euroraums im dritten Quartal 2026 weiter gewachsen ist. Der Dienstleistungssektor hat sich erholt, nachdem er zu Beginn des Konflikts im Nahen Osten nachgegeben hatte. Das verarbeitende Gewerbe, digitale Dienstleistungen und Exporte profitieren von KI-bezogenen Unternehmensinvestitionen. Auch die staatlichen Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung stärken die Konjunktur. Diese Faktoren dürften das Wachstum auf kurze Sicht weiterhin stützen. Zugleich hat der neuerliche Anstieg der Energiepreise das Verbrauchervertrauen geschwächt, und die gestiegenen Finanzierungskosten dürften das Wachstum belasten.

Die Arbeitslosenquote blieb im August bei 6,4 %. Das Wachstum bei der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung bleibt verhalten, während die Produktivität allmählich anzieht.

Auf mittlere Sicht dürften ein allmählicher Rückgang der Energiepreise und ein robuster Arbeitsmarkt dazu führen, dass sich das Vertrauen und die Realeinkommen erholen. Dies dürfte die Binnennachfrage stärken. Auch Investitionen in KI-bezogene Aktivitäten und staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften das Wachstum weiterhin unterstützen. Das Exportwachstum dürfte sich vor dem Hintergrund einer anziehenden Auslandsnachfrage beschleunigen.

Ein höheres Potenzialwachstum erfordert strukturelle Reformen und muss durch solide öffentliche Finanzen untermauert werden. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ist ein wichtiger Anker für die allgemeine wirtschaftliche Stabilität. Finanzpolitische Reaktionen auf den Energieschock sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die jeweilige Situation zugeschnitten sein. Die Vereinfachung und Harmonisierung von Vorschriften im gesamten EU-Binnenmarkt, die Beschleunigung der Energiewende und die Vollendung der Spar- und Investitionsunion sind zentrale Bausteine für eine dynamischere und widerstandsfähigere Wirtschaft im Euroraum. 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.

Inflation

Die Inflation stieg im September auf 3,8 %, nachdem sie im August 3,2 % betragen hatte. Bei Energie erhöhte sich die Teuerungsrate deutlich auf 18,9 %. Im August hatte sie bei 14,3 % gelegen. Die Preise für Diesel und Benzin erreichten im September neue Höchststände, teilweise aufgrund erhöhter Raffineriemargen. Die Inflation ohne Energie stieg im September auf 2,3 %, verglichen mit 2,1 % im August. Bei Nahrungsmitteln erhöhte sich die Teuerungsrate von 1,1 % auf 1,3 %. Die Inflation bei Dienstleistungen stieg von 3,0 % im August auf 3,2 % im September, während sie bei Waren von 1,2 % auf 1,1 % zurückging.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind weitgehend unverändert geblieben. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zeichnet sich jedoch Aufwärtsdruck ab. Der Lohndruck bleibt moderat. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich im zweiten Quartal um 3,3 %, verglichen mit 3,6 % im ersten Quartal. Zugleich hat die steigende Produktivität dazu beigetragen, das Wachstum der Lohnstückkosten einzudämmen. Der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) deutet darauf hin, dass die Wachstumsrate der Tarifverdienste in den verbleibenden Monaten des Jahres zwischen 2,5 % und 2,8 % schwanken und in den ersten drei Quartalen 2027 durchschnittlich 2,6 % betragen wird. Die Inflationserwartungen über die kürzeren Zeithorizonte sind gestiegen. Indes liegen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 %. Dies begünstigt eine Stabilisierung der Inflation auf mittlere Sicht in der Nähe des Zielwerts.

Die Energiepreise sind stärker gestiegen als von den Fachleuten der EZB im Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September

angenommen. Dies dürfte die Inflation auf kurze Sicht weiter antreiben und dafür sorgen, dass die Gesamtinflation in den kommenden Quartalen deutlich über dem Zielwert bleibt. Danach dürften der nachlassende Preisauftrieb bei Energie sowie die Effekte höherer Zinssätze dazu beitragen, dass die Inflation zum Zielwert zurückkehrt.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet. Dies ist insbesondere auf den Konflikt im Nahen Osten sowie die jüngsten Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine zurückzuführen. Eine anhaltende 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 eine Verstärkung von Übertragungseffekten auf die weltweiten Anleihemärkte könnten zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen und dadurch die Nachfrage dämpfen. Auch finanzpolitische Unsicherheit könnte zu einer weiteren Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen und das Vertrauen schwächen, was die Konsumausgaben und Investitionen dämpfen würde. Ein Wiederaufleben von Handelsspannungen zwischen großen Volkswirtschaften könnte weitere Störungen bei den Lieferketten 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 anhaltenden Konflikte verursachten Störungen anpassten oder wenn diese Konflikte nachhaltig beigelegt würden. Darüber hinaus könnten der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum, staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung 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 jüngsten Entwicklungen im ungerechtfertigten Krieg Russlands 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 steigen, wenn es zu weiteren Lieferstörungen kommt oder ein ungewöhnlich kalter Winter mit niedrigen Füllständen der Gasspeicher einhergeht. 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, womöglich verstärkt durch verschärfte El-Niño-Wetterlagen, 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

derzeitigen geopolitischen Konflikte nachhaltig gelöst würden oder die indirekten Effekte oder Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise weniger ausgeprägt wären als angenommen. Mehr Volatilität und eine größere Risikoaversion an den Finanzmärkten könnten in Verbindung mit höheren langfristigen Zinssätzen die Nachfrage belasten und damit auch die Inflation verringern.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die finanziellen Bedingungen haben sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 10. September 2026 verschärft. Die Zinssätze sind allgemein gestiegen, und die Aktienkurse sind gefallen.

Für Unternehmen stiegen die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung von 4,0 % im Juli auf 4,1 % im August, während die Bankkreditzinsen unverändert bei 3,8 % blieben. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen sank von 4,4 % im Juli auf 4,2 % im August und September, während das jährliche Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen von 3,5 % im Juli und 3,8 % im August auf 4,2 % im September stieg. Wie aus der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober hervorgeht, haben sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal verschärft. Als Grund hierfür nannten Banken ihre Besorgnis hinsichtlich der wirtschaftlichen Risiken ihrer Kunden. Trotz des höheren Finanzierungsbedarfs für Lagerhaltung und Betriebsmittel sank die Nachfrage nach Unternehmenskrediten, insbesondere wegen höherer Zinsen.

Die Zinsen für Hypothekarkredite stiegen von 3,5 % im Juli auf 3,6 % im August. Indessen verlangsamte sich das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe im September leicht auf 3,0 %. Die Richtlinien für Hypothekarkredite blieben im dritten Quartal unverändert. Die Nachfrage nach Hypothekarkrediten ist hingegen angesichts der höheren Zinssätze stark zurückgegangen.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 29. Oktober 2026, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Demnach wurden der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert bei 2,50 %, 2,65 % bzw. 2,90 % belassen.

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

Fazit

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

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

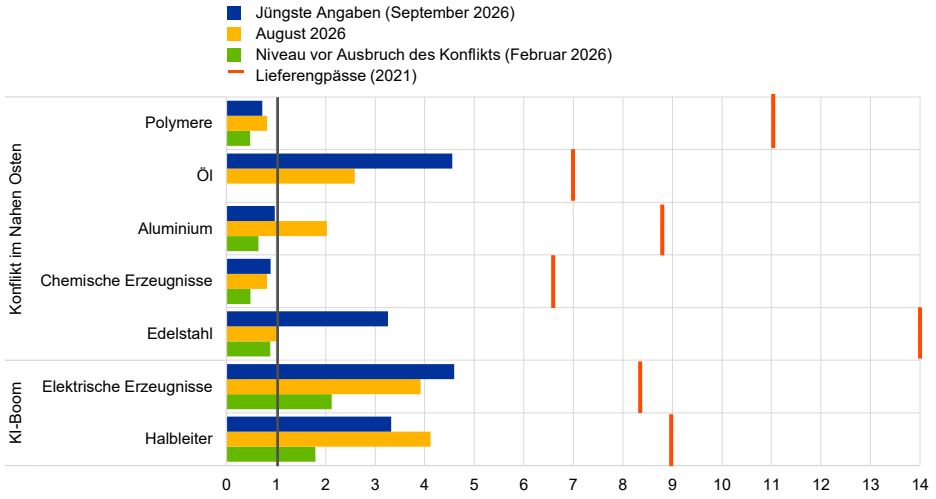
Das Wachstum der Weltwirtschaft erwies sich im zweiten Quartal 2026 weiterhin als stabil. Die Umfragedaten ließen zudem auf eine positive Dynamik in der kurzen Frist schließen. Triebfedern des Handelswachstums waren nun verstärkt die Dienstleistungen, während Ausrüstungen aus dem Bereich künstliche Intelligenz (KI) wesentliche Faktoren für die Ausweitung des Warenhandels waren. Höhere Bestände an Fertigerzeugnissen könnten angesichts der Unsicherheit über mögliche Lieferengpässe auf einen vorsorglichen Lageraufbau hindeuten. Aus Umfragen geht außerdem hervor, dass die KI-bedingte Nachfrage in einigen Sektoren zu Engpässen beiträgt. Die erneuten Spannungen im Nahen Osten führten trotz des wieder zunehmenden Schiffsverkehrs zu einem Anstieg der Öl- und Gaspreise. Die Nahrungsmittelpreise sanken indes. Aufgrund der gestiegenen Energiekosten erhöhte sich die Gesamtinflation, wenngleich die Kerninflation weitgehend stabil blieb. Auch die Inflationserwartungen nahmen nur geringfügig zu.

Das Wachstum der Weltwirtschaft erwies sich im zweiten Quartal weiterhin als stabil, wobei in diesem Zusammenhang inzwischen ein von Vorsichtsmotiven bestimmter Lageraufbau zu beobachten ist, da erneut Unsicherheit in Bezug auf mögliche Lieferengpässe aufgekommen ist. Das globale reale BIP (ohne Euroraum) nahm im zweiten Quartal 2026 um 0,8 % zum Vorquartal zu. Die Rate war damit im Vergleich zum ersten Quartal unverändert. Die Ergebnisse des Einkaufsmanagerindex (EMI) signalisieren auf kurze Sicht eine positive konjunkturelle Dynamik. So kletterte der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im September auf 55 Punkte. Verantwortlich hierfür war sowohl die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe als auch jene bei den Dienstleistungen. Allerdings deuten die EMI-Daten auch darauf hin, dass die Bestände an Fertigerzeugnissen gestiegen sind und nun deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt liegen. Der Grund hierfür liegt möglicherweise darin, dass die an der Umfrage teilnehmenden Unternehmen ihre Produktion aktiv hochfahren und Fertigerzeugnisse horten, um so ihr Geschäft vor den anhaltenden Unsicherheiten wie etwa Angebotsengpässen zu schützen. Die EMI-Daten zu den sektorspezifischen Angebotsengpässen lassen darauf schließen, dass der KI-Nachfrageboom in einigen Sektoren zunehmend zu Angebotsengpässen beiträgt; dies gilt beispielsweise für elektrische Erzeugnisse (siehe Abbildung 1). Zugleich scheinen sich die Angebotsstörungen in den Sektoren, die am stärksten von den Spannungen an den Energiemärkten im Zusammenhang mit dem Konflikt im Nahen Osten betroffen waren, teilweise stabilisiert zu haben.

Abbildung 1

Einkaufsmanagerindizes zu Angebotsengpässen

(Diffusionsindex)



Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Weltweit einschließlich Euroraum. Die graue Linie kennzeichnet einen Wert von 1. Werte von über (unter) 1 zeigen an, dass die Angebotsengpässe als höher (niedriger) als normal eingeschätzt werden können. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2026.

Das anhaltende Wachstum des Welthandels wird nun stärker von den Dienstleistungen und nicht mehr von Waren bestimmt. Beiden Kategorien kommt jedoch der KI-Boom zugute. Die globalen Einfuhren (ohne Euroraum) nahmen im zweiten Quartal 2026 um 2,0 % gegenüber dem Vorquartal zu, verglichen mit 1,4 % im ersten Quartal. Die entsprechende Wachstumsrate liegt damit in der Nähe des Anfang 2025 verzeichneten Höchststands, der durch Vorzieheffekte aufgrund der angekündigten neuen Zölle in den Vereinigten Staaten bedingt war. Die Ergebnisse zum Handel sind seitdem durchweg stärker ausgefallen als erwartet, wofür vor allem die KI-bezogene Nachfrage verantwortlich war. Der Warenhandel legte in gesamten Jahresverlauf 2025 kräftig zu und wurde dabei sowohl von traditionellen Handelswaren als auch von KI-Hardware gestützt. Dieses Wachstumsmuster änderte sich in der ersten Jahreshälfte 2026. Die Einfuhr von nicht KI-bezogenen Waren gab zu Jahresanfang nach, sodass KI-Ausrüstungen schließlich der wesentliche Wachstumsmotor im Warenhandel waren. Unterdessen belebte sich jedoch das Wachstum im Dienstleistungshandel. Maßgeblich hierbei waren die stabilen Beiträge der digitalen KI-Dienstleistungen sowie eine spürbare Erholung bei den Handelsaktivitäten im Allgemeinen, so etwa bei den Verkehrsdienstleistungen wie auch bei den Finanz- und Versicherungsdienstleistungen.

Die neuerlichen Spannungen im Nahen Osten führten zu einem Anstieg der Öl- und der Gaspreise. Die Ölnotierungen zogen im Berichtszeitraum vom 10. September bis zum 28. Oktober um 13 % an. Hintergrund waren die gegenläufigen Einflussfaktoren im Hinblick auf den Konflikt im Nahen Osten. So nahmen einerseits die Öltransporte durch die Straße von Hormus wieder deutlich zu. Dazu trugen auch Schiffsdurchfahrten mit abgeschalteten Transpondern sowie Schiff-zu-Schiff-Umladungen bei. Die verfügbaren Schätzungen deuten darauf hin,

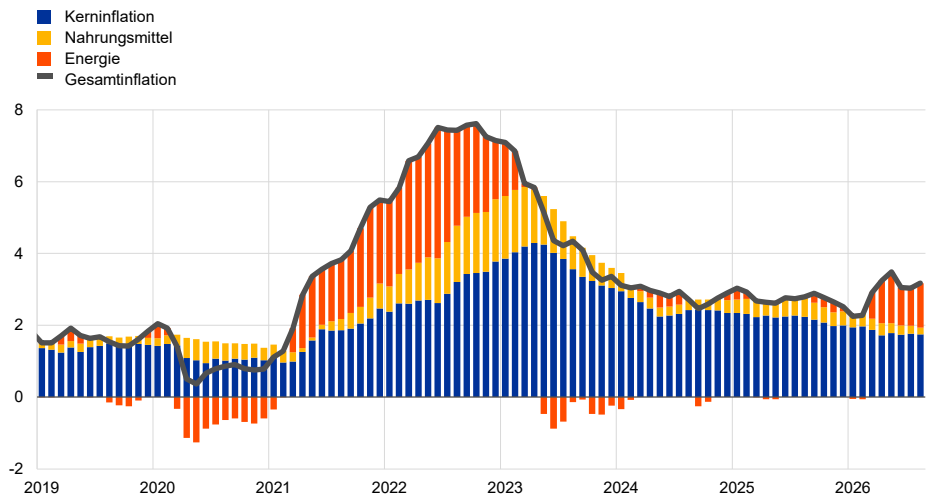
dass sich die Volumina bis Ende September gegenüber August verdoppelt hatten. Damit lägen die Exporte vom Persischen Golf annähernd auf der Höhe ihrer Durchschnittswerte des Jahres 2025. Andererseits ließen die Angriffe auf die Ost-West-Pipeline in Saudi-Arabien (eine wichtige Route, die die Straße von Hormus umgeht) im Zusammenspiel mit der jüngsten Verschärfung der Angriffe von Huthi-Rebellen in der Region erneut Bedenken aufkommen, ob sich die Öllieferungen wieder normalisieren. Dementsprechend lagen die Ölpreise zuletzt auf einem höheren Niveau als zu Beginn des Berichtszeitraums. Auch die internationalen Märkte für Raffinerieerzeugnisse und hier besonders der Markt für Dieselkraftstoffe waren angespannt. Verantwortlich waren die Lieferstörungen im Nahen Osten und die ukrainischen Angriffe auf Raffinerien in Russland, durch die die weltweite Raffinerieproduktion gesunken ist. Gas verteuerte sich indessen aufgrund der erneuten Angriffe im Nahen Osten um 27 %, auch wenn sich die Lieferungen von Flüssiggas (LNG) durch die Straße von Hormus leicht erholten. Allerdings verläuft die Wiederaufnahme der Gaslieferungen langsamer als die Belebung bei den Öltransporten. So liegen die Gaslieferungen derzeit immer noch 25 % unter dem Vorkriegsniveau. Geschuldet ist dies der größeren Anfälligkeit von LNG-Tankern, da ihre Ladung leicht entflammbar ist. Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe sanken um 4 %. Grund waren die rückläufigen Preise für Weizen aufgrund von Erwartungen, dass die Störungen der Getreideexporte im Schwarzen Meer nachlassen könnten. Da auf kurze Sicht ein reichliches Angebot an Kakao erwartet wird, sanken hier die Preise, obschon es die Sorge gibt, dass die Auswirkungen von El Niño im weiteren Verlauf für eine Verschärfung der Versorgungslage sorgen könnte. Auch die Metallnotierungen gingen zurück, und zwar um 5 %. Dies spiegelte eine Verbesserung der weltweiten Angebotsaussichten für Aluminium wider.

Die Inflation stieg weltweit an; Hauptbestimmungsfaktor ist noch immer der Preisauftrieb bei Energie. Die globale Gesamtinflation in den OECD-Mitgliedstaaten (ohne die Türkei) kletterte von 3,0 % im Juli 2026 auf 3,2 % im August (siehe Abbildung 2). Der Anstieg der Gesamtinflation war nahezu gänzlich auf einen stärkeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen; dieser lag im August bei 14,1 % (nach 11,9 % im Juli). Zugleich blieb die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kerninflation weitgehend stabil, und die Teuerung bei Nahrungsmitteln ging um 0,2 Prozentpunkte zurück. Das Risiko inflationssteigernder Zweitrundeneffekte scheint bislang begrenzt zu sein. So sind die umfragebasierten Inflationserwartungen für die Teuerung in einem Jahr in den großen Volkswirtschaften nur moderat gestiegen. Sie legten seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten um 0,1 bis 0,5 Prozentpunkte zu.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

In den Vereinigten Staaten dürfte die Konjunktur im zweiten Halbjahr 2026 den Erwartungen nach weiterhin robust ausfallen. Im zweiten Quartal hatte sich das vierteljährliche Wachstum des realen BIP infolge der volatilen Entwicklung der Vorratsveränderungen und des Außenbeitrags leicht auf 0,6 % abgeschwächt; für die zweite Jahreshälfte signalisieren die vorliegenden Indikatoren eine Stabilisierung des realen BIP-Wachstums auf einem ähnlichen Niveau. Zwar sind die KI-bezogenen Investitionen weiterhin ein wichtiger Wachstumsmotor, doch zeichnet sich ab, dass sich die Investitionen möglicherweise auf andere Bereiche außerhalb der KI ausweiten. So verzeichneten die nicht KI-spezifischen Investitionen im zweiten Quartal wieder positive Zuwachsraten. Die privaten Konsumausgaben, die im zweiten Quartal ebenfalls erheblich zur Konjunkturentwicklung beitrugen, dürften auf einem hohen Niveau bleiben. Getragen werden sollten sie von den privaten Haushalten mit hohem Einkommen, die von kumulierten Vermögenszuwächsen profitieren. Der Anstieg der langfristigen Staatsanleiherenditen dürfte den Konsum der privaten Haushalte auf kurze Sicht nur leicht dämpfen, da die Hypothekenschulden der Haushalte größtenteils aus festverzinslichen Krediten bestehen. Zugleich ergeben sich aus den restriktiveren Finanzierungsbedingungen zunehmend Herausforderungen bezüglich der Erschwinglichkeit von Wohneigentum, wenn die Verbraucherinnen und Verbraucher neue Kredite aufnehmen. Im September erhöhten sich in den USA vor allem aufgrund der gestiegenen Energiepreise die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflation wie auch die Kerninflation auf 3,7 % bzw. 2,6 %. Die Verteuerung von Diesel dürfte die Inflation in erster Linie indirekt beeinflussen, weil Diesel nur ein sehr geringes Gewicht im VPI-Warenkorb hat. Dennoch sind einige Sektoren wie beispielsweise die Transportbranche stark betroffenen. Auf seiner Sitzung im September beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve einstimmig, den Zielkorridor für den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte auf 3,75 % bis 4,00 % anzuheben. Dies war

zugleich die erste Zinserhöhung seit 2023. Der Offenmarktausschuss revidierte auch seine Inflationsprojektionen nach oben, sodass die Teuerung erst 2029 wieder auf den Zielwert zurückkehren dürfte.

Das Wachstum in China wird nach wie vor wesentlich von den Ausfuhren geprägt, denn die binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bestehen weiter fort. Das vierteljährliche BIP-Wachstum erhöhte sich von 0,9 % im zweiten Quartal 2026 auf 1,2 % im dritten Quartal. Damit ist China weiter auf einem guten Weg, sein jährliches Wachstumsziel zu erreichen. Die Konjunkturdaten weisen auf anhaltende binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte hin. Das Angebot ist noch immer höher als die Nachfrage, und das Wachstum ist weiterhin von der Auslandsnachfrage abhängig. Die jüngsten Maßnahmen der Politik zielen darauf ab, die inländische Nachfrage zu stützen, doch dürfte ihr kurzfristiger Einfluss gering sein. Das chinesische Exportwachstum erweist sich noch immer als robust. Über verschiedene Produkte und Zielmärkte hinweg sind dabei kräftige Zuwächse zu beobachten. Die kurzfristigen handelspolitischen Risiken haben sich etwas abgeschwächt. Hintergrund war, dass nach dem Treffen zwischen Präsident Trump und Präsident Xi Jinping am 23.-25. September die vorläufige Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China bis Januar 2027 verlängert wurde. Die VPI-Gesamtinflation nahm von 0,8 % im August auf 0,9 % im September zu, worin sich hauptsächlich die höheren Energiepreise niederschlugen. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise zog sprunghaft auf 5,0 % an (nach 3,8 % im August). Die Preisanstiege konzentrierten sich jedoch auf die energieintensive Industrie und Branchen mit KI-Bezug, während die Preise in anderen Bereichen vor dem Hintergrund der schwachen Binnennachfrage und der Überkapazitäten weiterhin rückläufig waren. Der Preisauftrieb bei den Exporten dürfte mit dem Auslaufen temporärer Faktoren nachgeben, über den Projektionszeitraum hinweg jedoch im positiven Bereich bleiben.

Im Vereinigten Königreich behauptete sich die Konjunktur vor dem Hintergrund höherer Inflationsraten gut. Das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2026 wurde auf 0,5 % zum Vorquartal nach oben revidiert, was vor allem höheren Unternehmensinvestitionen und einem lebhafteren Exportgeschäft zu verdanken war. Die monatlichen BIP-Daten bis August lassen zwar auf eine anhaltende Dynamik schließen, zeitnähere Hochfrequenzindikatoren deuten jedoch auf eine leichte Abschwächung zum Ende des dritten Quartals hin. Mit Blick auf die nähere Zukunft dürfte sich das Wirtschaftswachstum in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres verlangsamen, denn die anhaltend erhöhten Energiekosten sowie die Unsicherheit dürften den Konsum und die Investitionen belasten. Die Gesamtinflation zog im September weiter auf 3,5 % an (nach 3,1 % im August), was vor allem durch einen vermehrten Preisauftrieb bei Energie bedingt war. Die Bank of England kündigte auf ihrer Sitzung im September einen mehrjährigen Plan zur quantitativen Straffung an; damit soll der Bestand an zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich bis Ende 2034 auf null zurückgefahren werden. Dies würde einen jährlichen Bilanzabbau um 46 Mrd. GBP bedeuten. Die Notenbank beließ den Leitzins unverändert bei 3,75 %.

2 Konjunkturentwicklung

Die aktuellen Daten lassen darauf schließen, dass die Wirtschaft des Euroraums im dritten Quartal dieses Jahres weiter gewachsen ist. Der Dienstleistungssektor hat sich erholt, nachdem er zu Beginn des Konflikts im Nahen Osten nachgegeben hatte. Das verarbeitende Gewerbe, digitale Dienstleistungen und Exporte profitieren von Unternehmensinvestitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI). Auch die staatlichen Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung stärken die Konjunktur. Diese Faktoren dürften das Wachstum auf kurze Sicht weiterhin stützen. Zugleich hat der neuerliche Anstieg der Energiepreise das Verbrauchervertrauen geschwächt, und die gestiegenen Finanzierungskosten dürften das Wachstum belasten. Die Arbeitslosenquote lag im August nach wie vor bei 6,4 %. Das Wachstum bei der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung bleibt verhalten, während die Produktivität sukzessive anzieht. Auf mittlere Sicht dürften allmählich sinkende Energiepreise und ein robuster Arbeitsmarkt dazu führen, dass sich das Vertrauen und die Realeinkommen erholen. Dies dürfte die Binnennachfrage stärken. Auch Investitionen in KI-bezogene Aktivitäten und staatliche Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften das Wachstum weiterhin unterstützen. Das Exportwachstum sollte sich vor dem Hintergrund einer anziehenden Auslandsnachfrage beschleunigen. Die Aussichten sind mit hoher Unsicherheit behaftet und hängen nach wie vor von der geopolitischen Lage sowie dem Funktionieren der Energiemärkte ab.

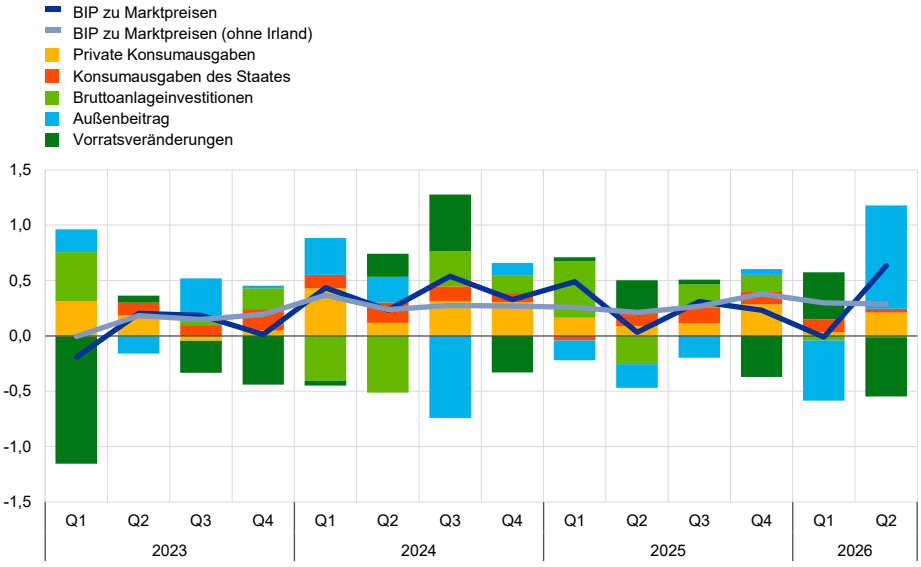
Das reale BIP im Euroraum stieg im zweiten Quartal 2026 um 0,6 % und ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland um 0,3 %. Dies ist der aktuellen Veröffentlichung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu entnehmen. Ein Blick auf die einzelnen Nachfragekomponenten ergibt, dass das Wachstum der privaten Konsumausgaben und der Exporte im zweiten Quartal anzog, während sich die Investitionen seitwärts entwickelten. Unterdessen leisteten die Vorratsveränderungen einen deutlich negativen Beitrag zum BIP-Wachstum (siehe Abbildung 3). In der Industrie war ein breit angelegtes Wachstum zu verzeichnen. Der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen zeigt, dass die Befragten von der Dauer des Konflikts im Nahen Osten negativ überrascht waren, aber positiv überrascht davon, wie Unternehmen sich entsprechend angepasst haben (siehe Kasten 4).[1]

[1] Siehe auch Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 3

Wachstum des realen BIP im Euroraum und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



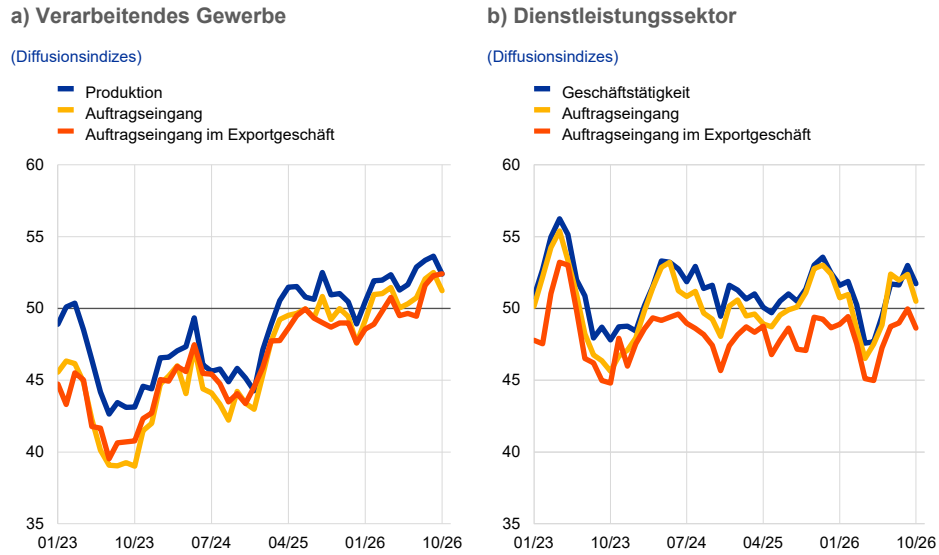
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt auch das BIP ohne Irland, da die irischen Daten besonders volatil sind. Die Aufschlüsselung des BIP nach den Teilkomponenten umfasst jedoch auch Irland. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Aktuelle Daten deuten darauf hin, dass die Konjunktur zwar positiv blieb, sich aber im dritten Quartal verlangsamte.[2] Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) lag im Durchschnitt von Juli und August 0,6 % unter ihrem Stand vom zweiten Quartal. Gestützt wurde sie durch die KI-bezogene Produktion. Dabei war die Produktion von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen im Juli und August rund 3 % höher als im zweiten Quartal, was die Rückgänge in anderen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes teilweise ausglich. Zugleich lag die Dienstleistungsproduktion im Juli 0,4 % über ihrem durchschnittlichen Niveau des zweiten Quartals. Diese Verbesserung spiegelt vor allem die Entwicklung der Informationsdienstleistungen sowie sonstiger freiberuflicher, wissenschaftlicher und technischer Dienstleistungen wider. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor erholte sich im dritten Quartal, nachdem er zu Beginn des Konflikts im Nahen Osten stark gesunken war. Das verarbeitende Gewerbe verbessert sich weiter und entwickelt sich solide (siehe Abbildung 4, Grafik a), während sich der Dienstleistungssektor von seinem Tiefstand nach dem anfänglichen Energiepreisschock kräftig erholt hat (siehe Abbildung 4, Grafik b). Begünstigt wurde dies durch verstärkte KI-bezogene Aktivitäten.

[2] Laut der am 30. Oktober 2026 von Eurostat veröffentlichten vorläufigen Schnellschätzung erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im dritten Quartal 2026 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (bzw. um 0,2 % ohne Berücksichtigung der volatilen Daten aus Irland). Diese Schätzung lag zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Oktober noch nicht vor.

Abbildung 4

Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren



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

Die wenigen für das vierte Quartal relevanten Indikatoren signalisieren ein anhaltendes, wenn auch moderates Wachstum. Allerdings herrscht dabei sehr hohe Unsicherheit. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor schwächte sich von September bis Oktober 2026 ab und deutete zu Beginn des vierten Quartals noch auf ein moderates Wachstum hin. Der EMI für das verarbeitende Gewerbe verringerte sich im Oktober gegenüber dem dritten Quartal 2026 auf 52,4 Punkte. Auch der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor sank von durchschnittlich 52,1 Punkten im dritten Quartal auf 51,7 Punkte im Oktober. Der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen bestätigt diese Aussichten auf ein moderates Wachstum im vierten Quartal (siehe Kasten 4). Insgesamt berichteten die befragten Unternehmen, dass die Dynamik und das Vertrauen in den letzten Monaten moderat geblieben seien. Dabei zeigten sich jedoch nennenswerte Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren. Im verarbeitenden Gewerbe war die Aktivität deutlich zweigeteilt. So legte die Nachfrage nach Waren mit hoher Wertschöpfung aus den Bereichen Elektronik, elektrischen Ausrüstungen und dazugehörigen Maschinen sehr stark zu. Viele andere Branchen hatten indes angesichts des zunehmenden Importwettbewerbs weiterhin mit niedrigen, stagnierenden bzw. sinkenden Volumina zu kämpfen. Der anhaltende Energieschock, die restriktiveren Finanzierungsbedingungen und die zunehmende politische Unsicherheit dürften die Ausgaben- und Investitionsentscheidungen auf kurze Sicht negativ beeinflussen.

Die Beschäftigung wächst angesichts einer geringeren Arbeitsnachfrage weiterhin moderat. Die Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden stiegen im zweiten Quartal des laufenden Jahres um jeweils 0,1 % gegenüber dem Vorquartal.[3] Das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich

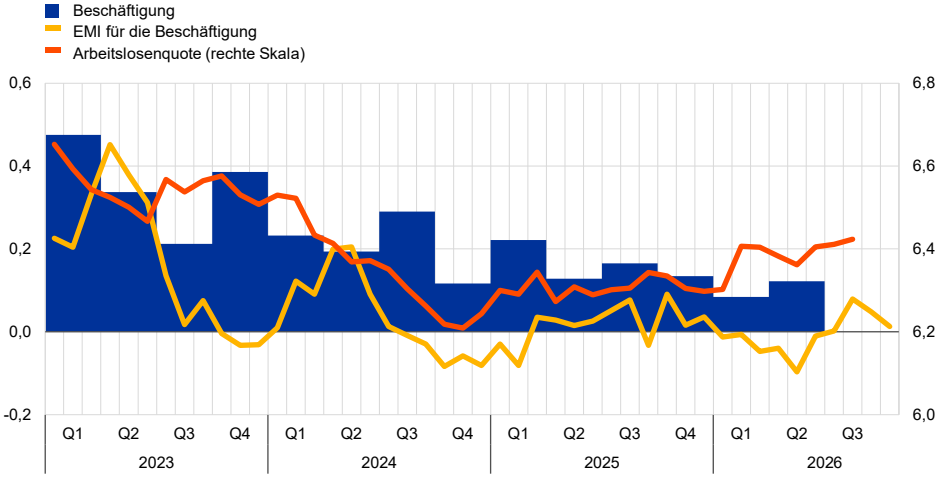
[3] Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

in der ersten Jahreshälfte auf 0,5 % gegenüber dem Vorjahr, verglichen mit einem Durchschnittswert von 0,7 % im Jahr 2025 (siehe Abbildung 5). Grund für diese Verlangsamung ist unter anderem die schwächere Arbeitsnachfrage. Die Vakanzquote sank im zweiten Quartal 2026 auf 2,1 %. Damit war sie 0,1 Prozentpunkte niedriger als im ersten Quartal und lag 1,2 Prozentpunkte unter dem Höchststand vom zweiten Quartal 2022. Die Vakanzquoten im Baugewerbe und im Gesundheitswesen bewegen sich weiterhin über dem Niveau des zweiten Quartals 2025, während die Vakanzquoten in den Bereichen Informations- und Kommunikationstechnologie und freiberufliche Dienstleistungen weiter zurückgingen. Die Anspannung am Arbeitsmarkt, gemessen an der Zahl der offenen Stellen je Arbeitslosen, sank von 0,36 im zweiten Quartal 2022 auf 0,25 im zweiten Quartal 2026. Auch das Wachstum der Erwerbsbevölkerung schwächte sich ab. Im ersten und zweiten Quartal 2026 erhöhte sie sich gegenüber dem Vorjahr um 0,5 %, verglichen mit einem durchschnittlichen Wachstum von 0,9 % im Jahr 2025.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung dar, die Balken Quartalswerte. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu messen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026 (Beschäftigung), Oktober 2026 (EMI für die Beschäftigung) bzw. August 2026 (Arbeitslosenquote).

Der EMI für die Beschäftigung deutet darauf hin, dass die Beschäftigung im dritten Quartal 2026 weiter moderat gestiegen ist. Der Index lag im Quartalsdurchschnitt bei 50,4 Punkten, d. h. 0,9 Punkte über seinem Durchschnitt des zweiten Quartals und leicht über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Damit signalisiert er ein positives, wenn auch moderates Beschäftigungswachstum. Vorläufige Daten vom Oktober zeigen, dass der EMI für die Beschäftigung von 50,5 Punkten im September auf 50,1 Punkte sank, was auf eine Fortsetzung dieses sehr moderaten Beschäftigungswachstums im Oktober hinweist.

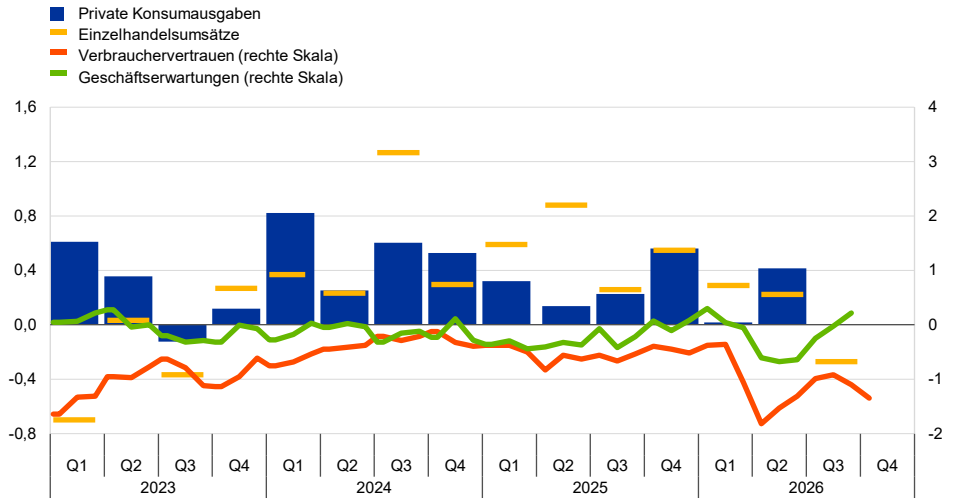
Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte im dritten Quartal 2026 an Fahrt verloren haben. Im zweiten Quartal erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 6). Haupttreiber waren die Ausgaben für Dienstleistungen und Gebrauchsgüter. Die

Ausgaben für Gebrauchsgüter wurden vor allem durch den Kauf von Elektro- und Hybridfahrzeugen beflügelt, auf die nun rund 70 % der Pkw-Neuzulassungen entfallen. Grund hierfür dürfte die Abkehr von Fahrzeugen sein, die von den hohen Kraftstoffpreisen betroffen sind. Der Konsum von Verbrauchsgütern war hingegen rückläufig. Da das real verfügbare Einkommen im zweiten Quartal nur geringfügig anstieg, griffen die privaten Haushalte auf ihre Ersparnisse zurück, um die Auswirkungen der höheren Inflation auf den Konsum abzufedern. Dies spiegelte sich in einem Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte von 14,4 % im ersten Quartal auf 14,2 % im zweiten Quartal wider. Im dritten Quartal sank das Umsatzvolumen im Einzelhandel um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (im Durchschnitt der Monate Juli und August), was auf einen schwächeren Warenkonsum, insbesondere bei Nahrungsmitteln, Kraftstoffen und Ausrüstungen, hindeutet. Dennoch scheinen die tourismusbezogenen Ausgaben trotz des Konflikts im Nahen Osten robust geblieben zu sein. Umfrageindikatoren deuten auch auf eine Abschwächung der Wachstumsdynamik bei den Konsumausgaben der privaten Haushalte hin. So ging der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher im September und Oktober vor dem Hintergrund eines erneuten Anstiegs der Energiepreise zurück. Ausschlaggebend für den Rückgang im September waren vor allem die gesunkenen Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf ihre eigene finanzielle Situation und größere Anschaffungen. Auch die Verbraucherunsicherheit nahm im September zu. Gleichwohl stieg der von der Europäischen Kommission veröffentlichte konsumgewichtete Indikator für die Geschäftserwartungen, was vor allem den Sektoren Einzelhandel und Nahrungsmittel zuzuschreiben war. Dagegen gingen die Erwartungen in Bezug auf Beherbergung und Reisedienstleistungen zurück. Mit Blick auf die Zukunft dürften die erhöhten Energiepreise und die durch den Konflikt im Nahen Osten ausgelöste Unsicherheit die privaten Konsumausgaben weiter belasten, wobei höhere Energiepreise die Realeinkommen der privaten Haushalte schmälern. Gleichzeitig könnten die anhaltend hohe Unsicherheit und die restriktiven Kreditangebotsbedingungen dafür sorgen, dass die privaten Haushalte mehr sparen. Diese negativen Effekte könnten allerdings durch die robusten Bilanzen der privaten Haushalte abgefedert werden. Seit Ende 2022 stützen die Bilanzen die privaten Konsumausgaben vor dem Hintergrund einer historisch geringen Verschuldung und eines historisch niedrigen Verschuldungsgrads der privaten Haushalte.

Abbildung 6

Private Konsumausgaben und hochfrequente Indikatoren

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Geschäftserwartungen" bezeichnet den gewichteten Durchschnitt der Geschäftserwartungen für die nächsten drei Monate in Bezug auf die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die Beschäftigung im Baugewerbe, die Geschäftstätigkeit im Handel und die Nachfrage nach Dienstleistungen, die aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission stammen, gewichtet nach den sektoralen Anteilen der privaten Konsumausgaben im Euroraum aus den FIGARO-Input-Output-Tabellen für das Jahr 2023. Alle Datenreihen sind für den gesamten Beobachtungszeitraum ab Januar 1999 standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026 (private Konsumausgaben), das dritte Quartal 2026 (basierend auf Juli und August 2026) (Einzelhandelsumsätze), Oktober 2026 (Verbrauchervertrauen) bzw. September 2026 (Geschäftserwartungen).

Die Unternehmensinvestitionen dürften im dritten Quartal gestiegen sein und danach moderat zunehmen. Die Unternehmensinvestitionen (ohne die volatilen immateriellen Investitionen in Irland) gingen im zweiten Quartal vor dem Hintergrund hoher Energiepreise und erhöhter Unsicherheit um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Eine Aufschlüsselung nach Vermögenswerten zeigt, dass die Investitionen in Sachanlagen – unter die auch Militärgüter fallen – im zweiten Quartal sanken. Grund hierfür war unter anderem ein beträchtlicher Basiseffekt, der aus hohen Verteidigungsinvestitionen im ersten Quartal resultierte. Unterdessen erhöhten sich die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte leicht. Die Kurzfristindikatoren für das dritte Quartal 2026 sind nach wie vor etwas uneinheitlich. Die Investitionsgüterproduktion ging im Juli und August gegenüber ihrem Durchschnitt vom zweiten Quartal zurück, während die Produktion immaterieller Vermögenswerte im Juli gegenüber ihrem Durchschnitt vom zweiten Quartal zunahm. Das Vertrauen der Investitionsgüterproduzenten (einschließlich der Hersteller von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen) und der Anbieter digitaler Dienste war im dritten Quartal jedoch höher als im zweiten Quartal (siehe Abbildung 7, Grafik a). Beflügelt durch KI-Technologie, Digitalisierung und Verteidigung dürften die Investitionen Ende 2026 und darüber hinaus weiter steigen. Im Rahmen des Dialogs mit Unternehmen wurde berichtet, dass die geopolitische Unsicherheit im Zusammenhang mit Zöllen und dem Konflikt im Nahen Osten zunehmend als die „neue Normalität" und nicht als kurzlebige Störung gesehen werde. Diese veranlasst die Unternehmen, Lieferanten und Märkte zu diversifizieren, in Vorsorge zu investieren und auf längerfristige Anpassungsstrategien zu setzen. Auch in den Sektoren Verteidigung, Elektronik und Halbleiterproduktion sind den

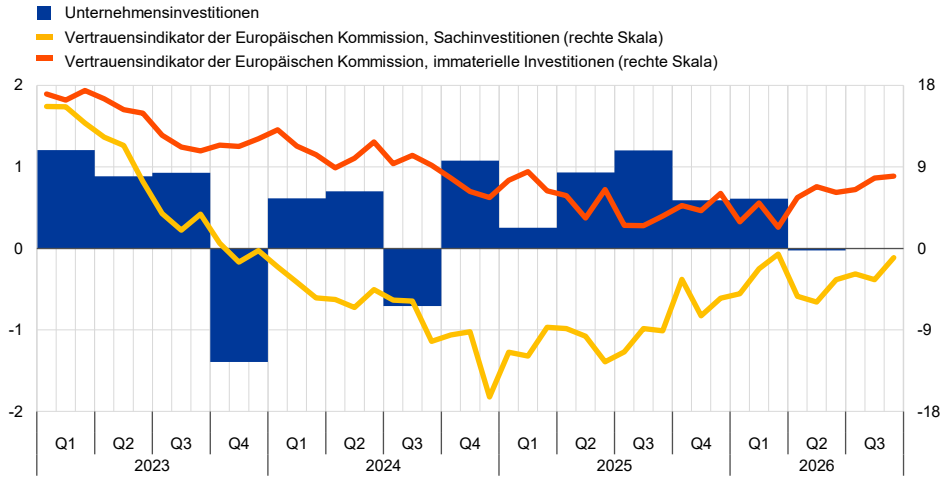
Unternehmen zufolge kräftige Investitionen zu verzeichnen, während die Aktivität in Branchen des traditionellen verarbeitenden Gewerbes wie chemische Erzeugnisse gedämpfter bleibt (siehe Kasten 4). Umfragedaten der Europäischen Kommission zeigen insbesondere in Deutschland und den Niederlanden eine kurzfristige Ausweitung der Computerproduktion, die als Näherungswert für KI-fähige Geräte dient. Auch das Vertrauen in Anbieter digitaler Dienste stieg im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal. Gleichwohl könnten die restriktiveren Finanzierungsbedingungen die Investitionen belasten, wie auch in der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum festgestellt wurde.

Abbildung 7

Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse

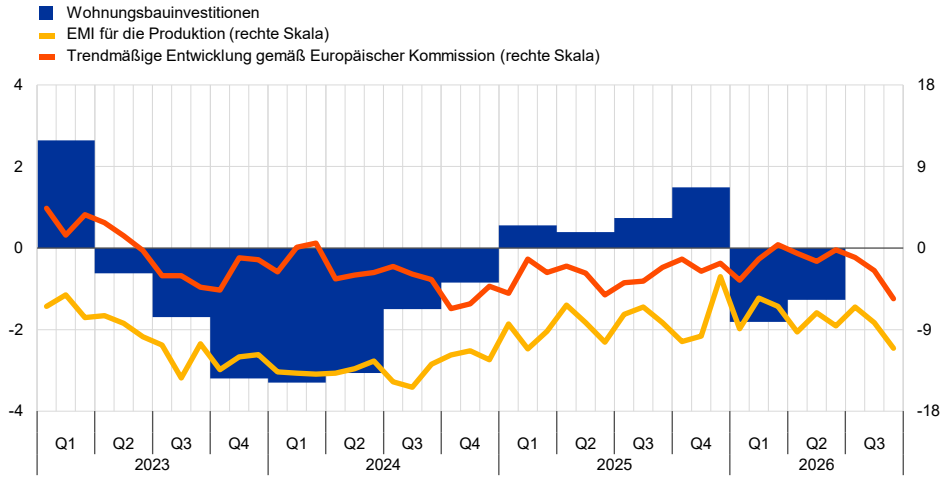
a) Unternehmensinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



b) Wohnungsbauinvestitionen

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung dar, die Balken Quartalswerte. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Bei den Vertrauensindikatoren bezieht sich „Sachinvestitionen" auf den Investitionsgütersektor (d. h. auf die Hersteller von Ausrüstungen) und „immaterielle Investitionen" auf den gewichteten Durchschnitt der Teilsektoren, die Investitionen im Zusammenhang mit geistigem Eigentum bereitstellen (d. h. Verlagswesen (NACE J58), Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie (NACE J62) und Informationsdienstleistungen (NACE J63)). In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten als gewichteten Durchschnitt dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie, die den EMI für die Produktion abbildet, stellt den Wohnungsbau dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026 (Investitionen) bzw. September 2026 (EMI für die Produktion und Indikatoren der Europäischen Kommission).

Die Wohnungsbauinvestitionen dürften sich auf kurze Sicht nur allmählich stabilisieren, da vorübergehende Faktoren und restriktivere Finanzierungsbedingungen ihre Erholung verlangsamen. Nachdem die Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal 2026 um 1,3 % gesunken waren, verschlechterte sich die Stimmung im Baugewerbe im dritten Quartal weiter. Umfrageindikatoren wie der EMI für die Produktion im Wohnungsbau und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der jüngsten trendmäßigen

Entwicklung in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten sind in den letzten Monaten gesunken, was auf eine Abschwächung der Aktivität am Wohnimmobilienmarkt hindeutet (siehe Abbildung 7, Grafik b). Diese Konjunkturindikatoren wurden auch von ungünstigen Witterungsbedingungen in den Sommermonaten – insbesondere Hitzewellen, die die Wohnungsbauinvestitionen vorübergehend belasteten – beeinflusst und könnten sich demzufolge im weiteren Verlauf des Jahres 2026 teilweise wieder erholen.[4] Der Anteil der Unternehmen, die in der Umfrage der Europäischen Kommission eine unzureichende Nachfrage meldeten, stieg im September an. Dies wurde im Rahmen des Dialogs mit Unternehmen bestätigt. Die befragten Unternehmen wiesen darauf hin, dass die Nachfrage zunehmend durch steigende Zinsen gedämpft werde. Trotz der restriktiveren Finanzierungsbedingungen lag das Wachstum der MFI-Wohnungsbaukredite im August weiterhin bei 3,1 %, verglichen mit 2,5 % im August 2025. Auch die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude nahm weiter zu. Das deutet auf eine robuste zugrunde liegende Nachfrage hin, obschon diese Zunahme auch durch einige vorgezogene Bauanträge aufgrund einer Gesetzesänderung in den Niederlanden bedingt war. Zudem lag die aktuelle Produktion in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Juli und August 0,1 % über dem Niveau des zweiten Quartals. Dies signalisiert eine gewisse Erholung der Wohnungsbauinvestitionen. Insgesamt deuten diese Indikatoren darauf hin, dass sich die Wohnungsbauinvestitionen im Zuge nachlassender länderspezifischer und witterungsbedingter Faktoren in den kommenden Quartalen allmählich stabilisieren könnten, wenngleich die restriktiveren Finanzierungsbedingungen die Aussichten weiterhin belasten.

Die Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums stiegen im August weiter an, während der Importpreisdruck erhöht blieb. Das Ausfuhrvolumen erhöhte sich in den drei Monaten bis August um 1,0 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Das Einfuhrvolumen sank indes um 0,9 %. Allerdings ließ die Dynamik nach, das Exportvolumen insgesamt liegt nach wie vor unter dem Niveau von 2021, und das Wachstum in den einzelnen Produktkategorien und Ländern fällt unterschiedlich aus. Die Ausfuhren KI-bezogener Güter stiegen in den ersten sechs Monaten des Jahres um 14 %, dieser Zuwachs war jedoch deutlich geringer als in der übrigen Welt. Auf Produktebene konzentrierten sich die Zuwächse auf Maschinenbauerzeugnisse und Fahrzeuge, die auch KI-bezogene Güter einschließen, sowie auf chemische Erzeugnisse. Auf Länderebene wurden sie vor allem durch die Niederlande beflügelt; positive Beiträge stammten aber auch von Irland und Deutschland. Diese Zuwächse spiegelten die KI-bezogene globale Nachfrage wider, die jedem Land je nach Spezialisierung zugutekommt. Mit Blick auf die Zukunft deuten die Kurzfristindikatoren auf eine stärkere Dynamik im verarbeitenden Gewerbe, aber einen schwächeren Ausblick für den Dienstleistungssektor hin. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes erhöhte sich im September und Oktober weiter, während der Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors weiter im kontraktiven Bereich verharrte. Die sektoralen EMIs zeigen einen deutlichen Anstieg der Lieferzeiten der Lieferanten im Technologiesektor. Das signalisiert

[4] Siehe Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abwärtsrisiken in Bezug auf den Umfang und die Dauer der durch KI gestützten Exporte im Euroraum.

Die Wachstumsaussichten des Euroraums bleiben insbesondere aufgrund der geopolitischen Lage, des langanhaltenden Energieschocks und der Volatilität an den globalen Anleihemärkten äußerst unsicher. Erneute Störungen der Energieversorgung könnten die Energiepreise stärker und länger ansteigen lassen und Realeinkommen, Ausgaben und Investitionen belasten. 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 anpassten oder wenn diese Konflikte nachhaltig beigelegt würden. Darüber hinaus könnten der Einsatz neuer Technologien durch die Unternehmen im Euroraum, die Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie Reformen zur Steigerung der Produktivität und zur Vollendung des EU-Binnenmarkts das Wachstum stärker als erwartet ankurbeln.

3 Preise und Kosten

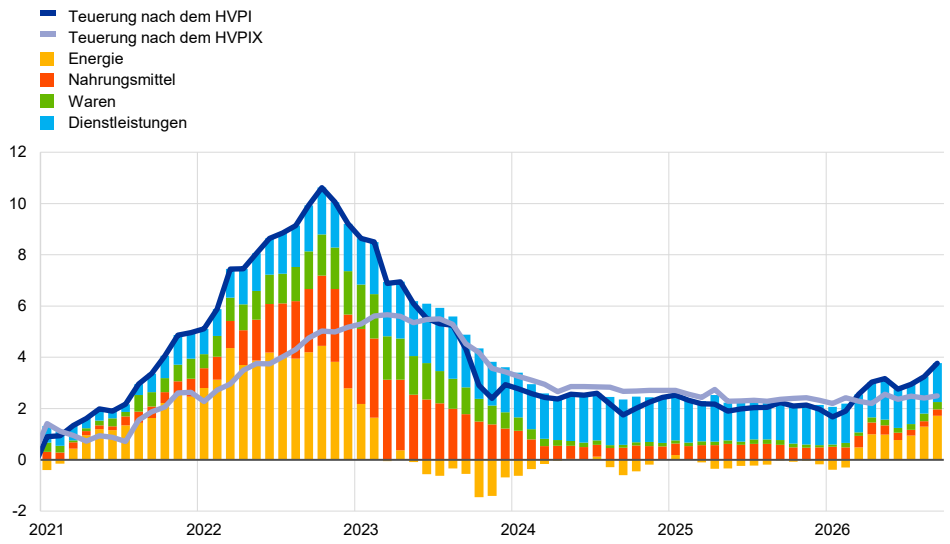
Die jährliche Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich von 3,2 % im August 2026 auf 3,8 % im September, wofür in erster Linie ein höherer Preisauftrieb bei Energie verantwortlich war. Die Energiepreise sind weiter gestiegen, was Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten mit sich bringt. Je länger die Energiepreise auf hohem Niveau bleiben, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie die allgemeine Inflation durch indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte in die Höhe treiben. Während der Energieschock seine volle Wirkung noch entfaltet, ist die zugrunde liegende Inflation bislang weitgehend stabil geblieben, und die Löhne zeigen zum jetzigen Zeitpunkt keine wesentliche Reaktion. Im zweiten Quartal 2026 schwächte sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 3,3 % ab, nachdem sie im Vorquartal 3,6 % betragen hatte. Das Wachstum der Tarifverdienste sowie zukunftsgerichtete Indikatoren wie der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die Ergebnisse der Umfragen zu den Lohnerwartungen deuten auf einen Anstieg des Lohnwachstums in den kommenden Quartalen hin, bevor gegen Ende 2027 eine Abkühlung einsetzen dürfte. 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.

Die am HVPI gemessene jährliche Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich von 3,2 % im August 2026 auf 3,8 % im September (siehe Abbildung 8). Hauptursachen für diese Entwicklung waren ein sprunghafter Anstieg des Preisauftriebs bei Energie sowie eine geringere Zunahme der Teuerung bei Nahrungsmitteln und des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX). Im dritten Quartal 2026 lag die Gesamtinflation im Euroraum bei 3,3 % und stand damit im Einklang mit den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2026.

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 September 2026.

Die jährliche Preissteigerungsrate für Energie schnellte im September 2026 vor dem Hintergrund einer erneuten Eskalation des Konflikts im Nahen Osten auf 18,9 %, nachdem sie im August noch 14,3 % betragen hatte. Zurückzuführen war diese sprunghafte Zunahme der Teuerung bei Energie in erster Linie auf einen Anstieg der Preise für Kraftstoffe für Verkehrsmittel um 33,8 % gegenüber dem Vorjahr, da die Preise für Benzin und Diesel aufgrund höherer Rohölpreise und hoher Raffineriemargen zulegten. Die Preise für Strom und Gas zogen ebenfalls leicht an und verstärkten so den Anstieg der Energiepreise noch zusätzlich, da das Durchwirken der Großhandelspreise auf die Verbraucherpreise andauerte.

Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln erhöhte sich geringfügig von 1,1 % im August auf 1,3 % im September. Ursächlich hierfür war ein starker Anstieg der Teuerung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln, die von 2,7 % im August auf 4,0 % im September zunahm. Dies wurde jedoch teilweise durch eine geringfügige Abschwächung der Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln ausgeglichen, die im selben Zeitraum von 0,5 % auf 0,4 % sank. Die Verlangsamung des Preisauftriebs bei verarbeiteten Nahrungsmitteln dürfte verzögerten Effekten früherer Rohstoffpreisrückgänge und einem verhaltenen Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen zuzuschreiben sein, da sich der aktuelle Energiepreisschock möglicherweise noch auf die Preise auf den nachgelagerten Stufen der Produktionskette auswirken wird. Die sprunghafte Verteuerung von unverarbeiteten Nahrungsmitteln war vor allem auf die Preise für Gemüsesorten zurückzuführen, die empfindlich auf Witterungseinflüsse reagieren und deren Ernten durch die Hitzewellen im Sommer beeinträchtigt wurden. Derartige Wetterereignisse – Hitzewellen, Dürren und die sich entwickelnden El-Niño-Bedingungen – können zusammen mit den indirekten

Auswirkungen des Energieschocks Aufwärtsrisiken für die Aussichten in Bezug auf die Teuerung bei Nahrungsmitteln mit sich bringen.[5]

Die HVPIX-Inflation zog leicht von 2,4 % im August auf 2,5 % im September an. Diese Entwicklung spiegelte einen stärkeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen wider, der sich von 3,0 % im August auf 3,2 % im September erhöhte. Dadurch wurde der leichte Rückgang der Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie, die im selben Zeitraum von 1,2 % auf 1,1 % sank, mehr als wettgemacht. Die Zunahme der Teuerung bei Dienstleistungen war vor allem auf einen stärkeren Preisanstieg bei Freizeitdienstleistungen, insbesondere bei Beherbergungsdienstleistungen und Pauschalreisen, zurückzuführen. Sie wurde zum Teil durch ein langsameres Wachstum bei Kommunikations- und Wohnungsdienstleistungen sowie eine stabile Teuerung bei den Verkehrsdienstleistungen ausgeglichen. Die Abschwächung des Preisauftriebs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im September spiegelt einen Rückgang der Teuerung bei Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und in geringerem Maße auch der Teuerung bei Verbrauchsgütern wider, während die Teuerung bei langlebigen Gebrauchsgütern unverändert blieb.

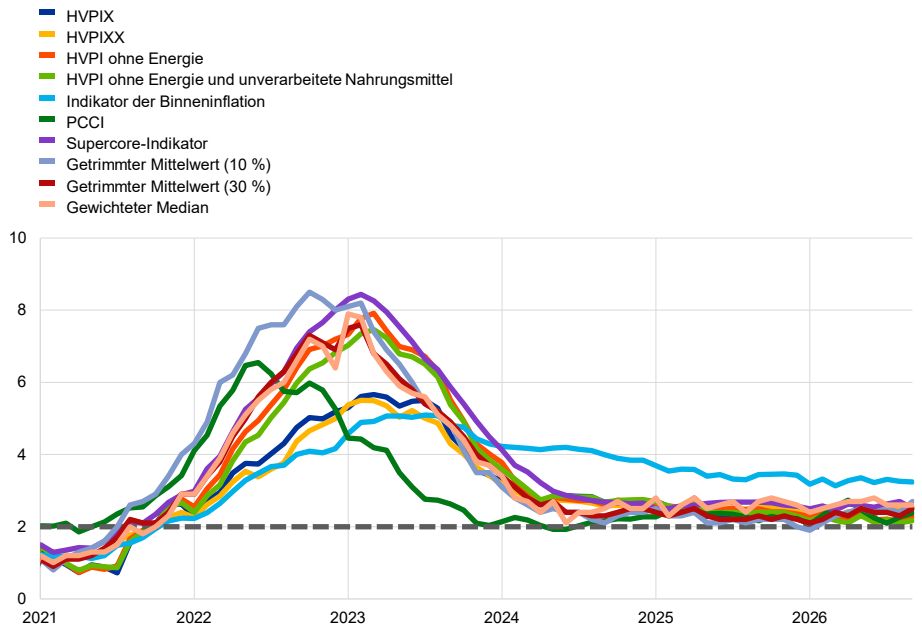
Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich im September nach wie vor etwas uneinheitlich (siehe Abbildung 9). Die meisten ausschlussbasierten Inflationsmessgrößen stiegen leicht um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte, mit Ausnahme des gewichteten Medians, der unverändert war, und des HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX), der sich geringfügig von 2,6 % im August auf 2,5 % verringerte. Was die modellbasierten Indikatoren anbelangt, so erhöhte sich die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 2,3 % im August auf 2,4 % im September. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreagible HVPI-Positionen enthält, ging im selben Zeitraum geringfügig von 2,7 % auf 2,5 % zurück. Der Indikator der Binneninflation, der Positionen mit niedrigem Importgehalt umfasst, sank im September ebenfalls, und zwar auf 3,2 %, verglichen mit 3,3 % im August. Insgesamt verringerte sich die Bandbreite der Werte der verschiedenen Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation leicht von 2,1 % bis 2,7 % im August auf 2,2 % bis 2,7 % im September und deutet nicht auf eine Ausweitung des zugrunde liegenden Preisdrucks hin.

[5] Weitere Einzelheiten finden sich in EZB, Has food inflation lost its bite?, Der EZB-Blog, 20. Oktober 2026.

Abbildung 9

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



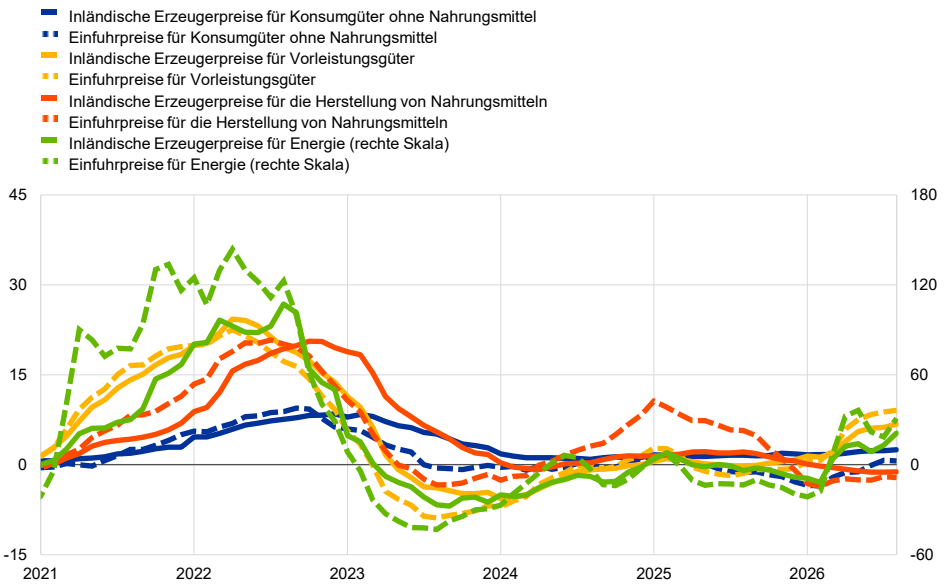
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPIXX für den HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. PCCI steht für die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation. Die gestrichelte graue Linie stellt das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

Der Preisdruck nahm auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weiter zu, liefert aber auf den nachgelagerten Stufen uneinheitliche Signale (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen erhöhte sich die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie sprunghaft von 13,0 % im Juli auf 21,0 % im August. Im selben Zeitraum schnellte die Wachstumsrate der Preise für Energieimporte von 18,5 % auf 30,9 %. Beide Messgrößen hatten sich zuvor im Sommer abgeschwächt, lagen aber im August aufgrund einer erneuten Eskalation des Konflikts im Nahen Osten auf diesem erhöhten Niveau. Bei Vorleistungsgütern stieg sowohl die Wachstumsrate der inländischen Erzeugerpreise als auch jene der Einfuhrpreise im August gegenüber Juli an, und zwar von 6,3 % auf 6,8 % bzw. von 8,8 % auf 9,1 %. Im selben Monat veränderte sich der Preisdruck bei Konsumgütern ohne Nahrungsmittel auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette kaum: Die Wachstumsrate der inländischen Erzeugerpreise erhöhte sich um 0,2 Prozentpunkte auf 2,5 %, jene der Einfuhrpreise lag unverändert bei 0,7 %. Bei verarbeiteten Nahrungsmitteln blieb die jährliche Steigerungsrate sowohl der inländischen Erzeugerpreise als auch der Einfuhrpreise im August im negativen Bereich. Erstere verharrte bei -1,2 %, Letztere hatte gegenüber Juli um 0,1 Prozentpunkte auf -2,1 % nachgegeben. Aufgrund des anhaltenden Konflikts im Nahen Osten ist die Entwicklung der Erzeuger- und der Einfuhrpreise weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet, und zwar nicht nur wegen des verzögerten Durchwirkens auf die Preise energieintensiver Waren, sondern auch, weil ein länger anhaltender Energieschock die Erzeugerkosten im Ausland und damit die Importpreise des Euroraums weiter in die Höhe treiben könnte.

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 August 2026.

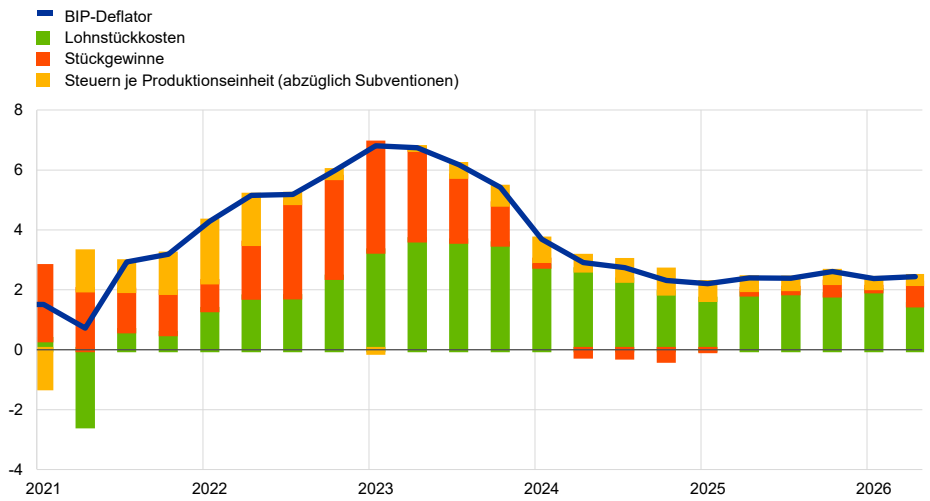
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck blieb im zweiten Quartal 2026 mit 2,4 % unverändert (siehe Abbildung 11). Ursächlich hierfür war ein geringerer Beitrag der Lohnstückkosten, was teilweise durch einen höheren Beitrag der Stückgewinne ausgeglichen wurde, während der Beitrag der Steuern je Produktionseinheit geringfügig zurückging. Vom ersten bis zum zweiten Quartal 2026 schwächte sich das Wachstum der Lohnstückkosten spürbar von 3,6 % auf 2,6 % ab. Dieser Rückgang spiegelte einen Anstieg des jährlichen Wachstums der Arbeitsproduktivität von 0,1 % auf 0,7 % sowie einen Rückgang der Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 3,6 % auf 3,3 % wider. Ursachen für den Rückgang waren eine Abschwächung der Wachstumsrate der Tarifverdienste von 2,6 % auf 2,4 % und ein rückläufiger Beitrag der Lohndrift, der von 1,0 Prozentpunkten auf 0,9 Prozentpunkte sank. Mit Blick auf die Zukunft lässt der EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker), der Daten zu Tarifabschlüssen bis Mitte Oktober 2026 berücksichtigt, darauf schließen, dass der Lohndruck bei den Tarifverdiensten im ersten Halbjahr 2027 voraussichtlich die Marke von 2,8 % erreicht, bevor er dann im dritten Quartal 2027 auf 2,4 % abnehmen dürfte.[6] Darüber hinaus gehen die Befragten in der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) davon aus, dass sich das Lohnwachstum leicht verlangsamen wird, und zwar von 3,0 % im Jahr 2026 auf 2,9 % im Jahr 2027 (siehe Kasten 4).

[6] Siehe hierzu auch EZB, Wage Tracker der EZB deutet auf leicht höheres Lohnwachstum in den ersten drei Quartalen des Jahres 2027 verglichen mit dem Gesamtjahr 2026 hin, Pressemitteilung vom 4. November 2026.

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. Von der Arbeitsproduktivität geht indes ein negativer Beitrag aus. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

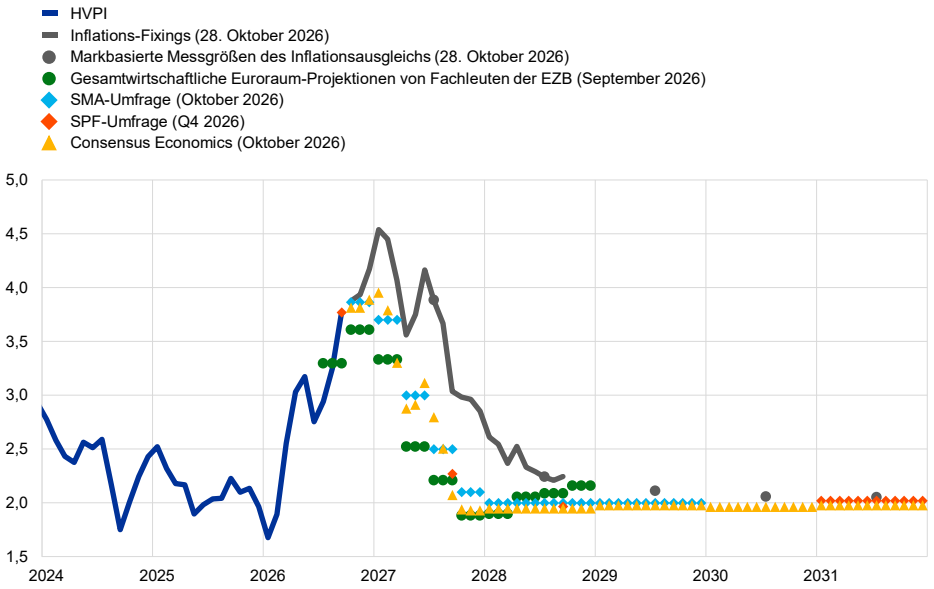
Umfragen unter professionellen Prognostikern, geldpolitischen Analysten und Verbrauchern zeigen einen vorübergehenden leichten Anstieg der kurzfristigen Inflationserwartungen und keine Veränderung der längerfristigen Inflationserwartungen. Die kurzfristigen Inflationserwartungen für 2026 erhöhten sich sowohl in der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Oktober 2026 als auch im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das vierte Quartal 2026, und zwar von 2,9 % auf 3,1 % bzw. von 2,7 % auf 3,0 %. Für 2027 deuten beide Umfragen auf einen Rückgang der Inflation auf 2,8 % bzw. 2,6 % hin (siehe Abbildung 12, Grafik a). Mit Blick auf die kurzfristige Inflationswahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher und deren kurzfristige Inflationserwartungen ergab die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) vom September 2026, dass die in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommene Inflation im Median leicht auf 3,6 % gestiegen war, verglichen mit 3,5 % im August (siehe Abbildung 12, Grafik b). Der Median der Inflationserwartungen für die kommenden zwölf Monate erhöhte sich im selben Zeitraum ebenfalls leicht von 3,0 % auf 3,1 %, während er bezüglich der Inflation in drei und in fünf Jahren unverändert bei 2,9 % bzw. 2,5 % lag. Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelangt, so lagen die Medianwerte in der SMA- und der SPF-Umfrage ebenfalls unverändert bei 2 % (siehe Abbildung 12, Grafik a).

Abbildung 12

Gesamtinflation, Inflationsprojektionen und -erwartungen

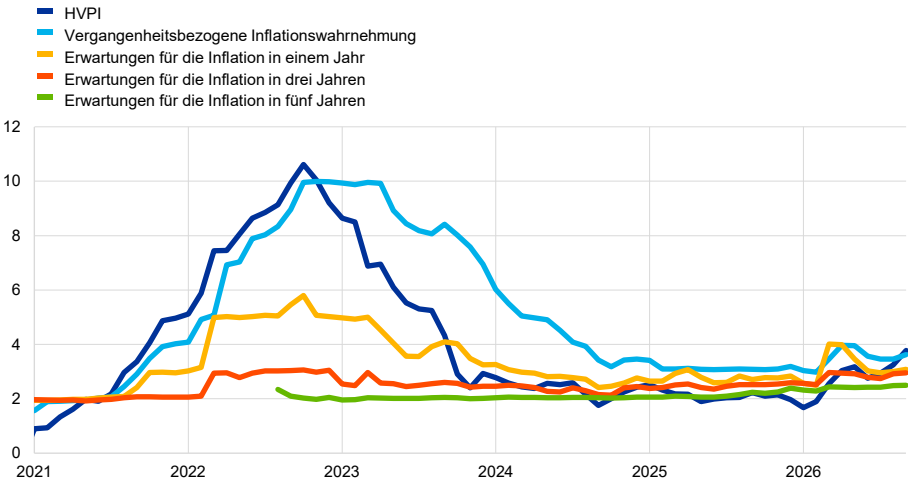
a) Gesamtinflation, marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs, Inflationsprojektionen und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Gesamtinflation und EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, London Stock Exchange Group (LSEG), Consensus Economics, EZB (SMA-Umfrage, SPF-Umfrage und Umfrage zu den Verbrauchererwartungen), Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, September 2026 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a basiert die Zeitreihe der marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs auf dem einjährigen Kassasatz inflationsindexierter Swaps, dem einjährigen Terminsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den Zeitreihen der marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs und zu den Fixings beziehen sich auf den 28. Oktober 2026. Inflations-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SMA-Umfrage für Oktober 2026 wurde vom 12. bis zum 14. Oktober 2026 durchgeführt. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2026 wurde vom 2. bis zum 7. Oktober 2026 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 12. Oktober 2026. Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 wurden am 28. August 2026 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 19. August 2026. In Grafik b stellen die Linien bei der CES-Umfrage den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2026.

Im Berichtszeitraum vom 10. September bis zum 28. Oktober 2026 stiegen die kurzfristigen marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs an,

während die längerfristigen marktbasierten Erwartungen weiterhin fest verankert waren (siehe Abbildung 12, Grafik a). Die Marktbewertung der Inflationsaussichten erhöhte sich auf kurze Sicht, was auf einen Anstieg der Energiepreise zurückzuführen war. Die Inflations-Fixings (Swap-Kontrakte, die an die HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind) haben sich bei den kurzen Zeithorizonten erhöht. Sie erreichten im Januar 2027 einen Höchststand von 4,5 % und lagen damit rund 31 Basispunkte über dem Stand zu Beginn des Berichtszeitraums. Über längere Zeithorizonte hinweg deuten sie darauf hin, dass die Anleger davon ausgehen, dass die Inflation in der ersten Jahreshälfte 2027 erhöht bleiben wird, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte stark sinken und bis 2028 ein Niveau nahe dem Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % erreichen wird. Jenseits der kurzen Frist sank der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr um 10 Basispunkte und lag damit am Ende des Berichtszeitraums bei rund 2,2 %. Bereinigt um die Inflationsrisikoprämien verringerte sich diese Messgröße jedoch um 1 Basispunkt und belief sich am Ende des Berichtszeitraums auf 2,1 %. Die längerfristigen marktbasierten Erwartungen, die sich in dem um die Inflationsrisikoprämien bereinigten fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren widerspiegeln, waren nach wie vor fest bei rund 2,0 % verankert.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Finanzmärkte im Euroraum wurden im Berichtszeitraum (10. September bis 28. Oktober 2026) vor allem von der Entwicklung des Konflikts im Nahen Osten und einer Neubewertung an den Staatsanleihemärkten beeinflusst. Die am 10. September vom EZB-Rat bekanntgegebene Zinserhöhung wurde allgemein erwartet und vollständig auf die Geldmärkte übertragen. Am Ende des Berichtszeitraums implizierte die Terminkurve des Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) kumulierte Leitzinsanhebungen von rund 43 Basispunkten bis Ende des ersten Quartals 2027, was unter dem zu Beginn des Berichtszeitraums eingepreisten Wert lag. Sowohl die kurz- als auch die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum sanken während des Berichtszeitraums leicht. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum stiegen und spiegelten eine Ausdehnung der Abstände von Staatsanleiherenditen gegenüber den risikofreien Zinssätzen wider. Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum gaben im Berichtszeitraum nach. Grund hierfür war eine in weiten Teilen nachlassende Risikoneigung. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen weiteten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich aus. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar um 4,2 % und in handelsgewichteter Rechnung um 2,5 % ab.

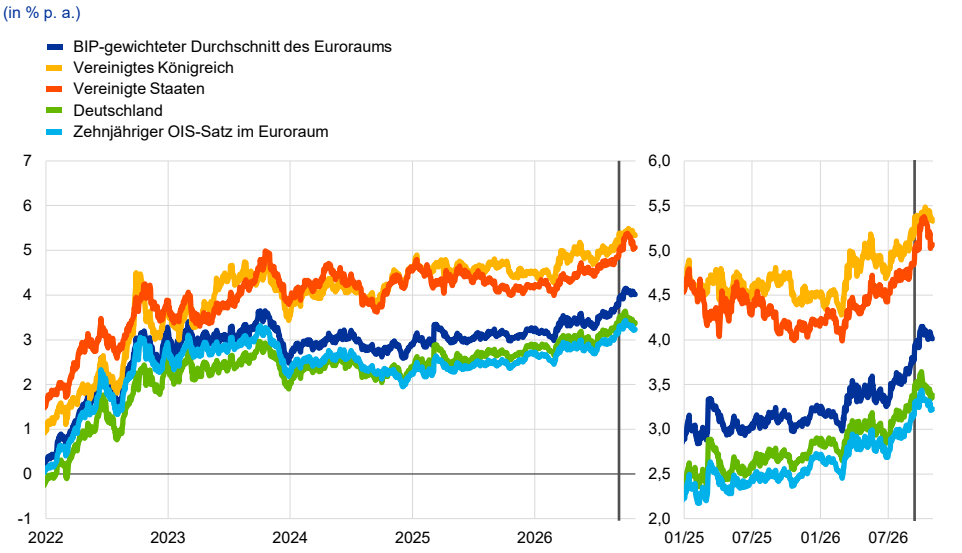
Die kurz- und langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum sanken im Berichtszeitraum. Nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 10. September 2026 beschlossen hatte, die drei Leitzinssätze um je 25 Basispunkte anzuheben, notierte der Referenzzinssatz €STR am Ende des Berichtszeitraums bei 2,44 %. Die Überschussliquidität sank um etwa 22 Mrd. € auf 2 095 Mrd. €. Dies geschah in erster Linie vor dem Hintergrund der anhaltenden Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren des Eurosystems. Die kurzfristigen Terminsätze fielen im Laufe des Berichtszeitraums: Am 28. Oktober 2026 implizierte die €STR-Terminszinskurve kumulierte Leitzinsanhebungen von rund 43 Basispunkten bis zum Ende des ersten Quartals 2027, was unter dem am 10. September eingepreisten Wert von 71 Basispunkten lag. Blickt man über die Jahresmitte 2028 hinaus, blieb die Kurve bis zur fünfjährigen Laufzeit weitgehend unverändert, ging aber bei längeren Zeithorizonten zurück. Die Terminkurve verschob sich nach unten und kehrte damit frühere Aufwärtsbewegungen um den Zeitpunkt der September-Sitzung des EZB-Rats teilweise wieder um. Darin spiegelten sich sowohl die Zentralbankkommunikation zwischen den geldpolitischen Sitzungen als auch Veränderungen der Konjunkturaussichten und der Risikoneigung wider, die mit einer Ausweitung der Renditeabstände von Staats-und Unternehmensanleihen im Euroraum einhergingen.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum stiegen im Berichtszeitraum und lagen weiterhin nahe ihrer mehrjährigen Höchststände (siehe Abbildung 13). Der zehnjährige nominale OIS-Satz sank im Berichtszeitraum leicht von 3,4 % auf 3,2 %. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Eurogebiet stieg unterdessen um 8 Basispunkte und lag am Ende des Berichtszeitraums bei rund 4,0 %. Dieser Anstieg war auf die Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen um 17 Basispunkte zurückzuführen, da der seit 2024 anhaltende Aufwärtstrend der globalen langfristigen Renditen die Sorgen

um die Staatsfinanzen verstärkt und die Anleger veranlasst hat, einen höheren Aufschlag für das Halten von Staatsanleihen zu fordern. Die nationalen Unterschiede bei den Renditeabständen von Staatsanleihen zu risikofreien Zinssätzen hielten sich gemessen an historischen Werten in Grenzen. Eine Ausnahme bildete der Renditeabstand der zehnjährigen französischen Staatsanleihen gegenüber dem OIS-Satz, der sich um 59 Basispunkte ausweitete. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg um rund 4 Basispunkte auf 5,1 % und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich um rund 5 Basispunkte auf 5,3 %. Der Anstieg langfristiger Renditen im Berichtszeitraum setzte einen Aufwärtstrend fort, der seit Ende 2024 in den großen Währungsräumen zu beobachten ist.

Abbildung 13

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



Quelle: LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 10. September 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. Oktober 2026.

Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum gaben im Berichtszeitraum leicht nach. Grund hierfür war eine in weiten Teilen nachlassende Risikobereitschaft. Insgesamt gaben die Aktienmärkte des Euroraums im Berichtszeitraum um 1,5 % nach. Am deutlichsten verloren die Bankaktien (-7,4 %). Der Teilindex für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften legte um 0,7 % zu. Die Indizes der einzelnen Länder unterschieden sich im Allgemeinen nur geringfügig, was auf eine in weiten Teilen nachlassende Risikobereitschaft schließen lässt. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich der marktbreite Aktienindex um 2,0 %. Die nichtfinanziellen US-Kapitalgesellschaften verzeichneten einen Zuwachs um 2,5 %, worin sich vor allem die Entwicklung der Aktien im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) widerspiegelte. Die Aktienkurse der US-Banken fielen indes um 1,2 %.

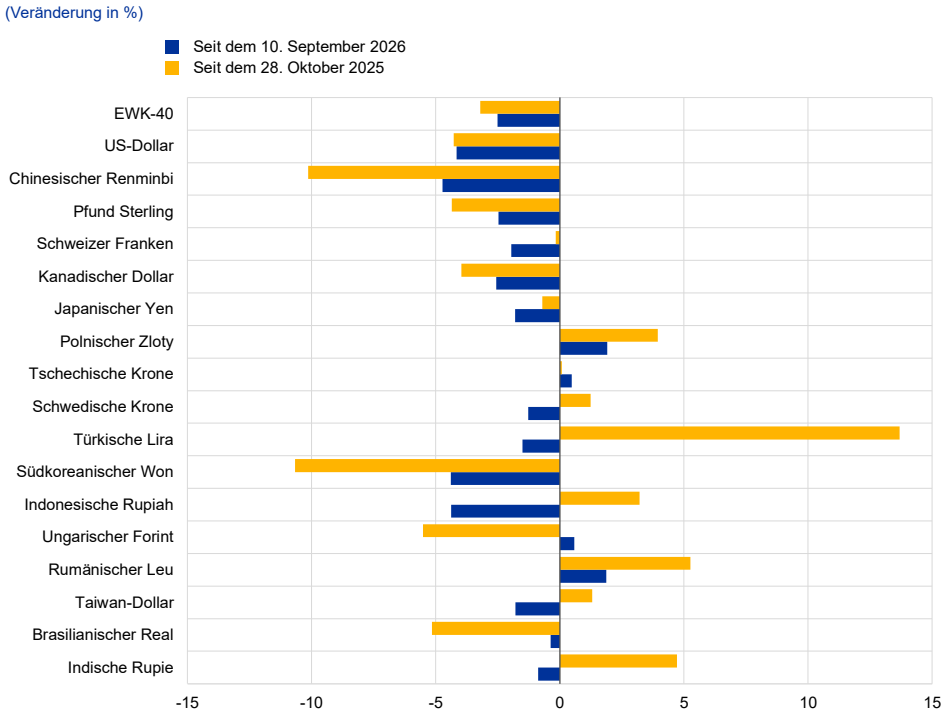
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiteten sich im Verlauf des Berichtszeitraums sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinssegment aus. Im Hochzinssegment war die Ausweitung mit etwa 69 Basispunkten am stärksten. Im Investment-Grade-Segment vergrößerten sich die Abstände bei Finanzunternehmen und nichtfinanziellen

Kapitalgesellschaften um rund 26 bzw. um 20 Basispunkte. Im historischen Vergleich waren die Renditeabstände jedoch nach wie vor moderat.

An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar und in handelsgewichteter Rechnung ab (siehe Abbildung 14). Die Abwertung war vor allem auf veränderte Markterwartungen hinsichtlich einer weiteren Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Weitere wichtige Gründe waren die wachsenden Sorgen um die Staatsfinanzen und die politische Unsicherheit im Hinblick auf die Haushaltskonsolidierung in einigen Ländern des Euroraums. Im Zuge dieser Bedenken stiegen die Staatsanleiherenditen, und die Renditeabstände zu den risikofreien Zinssätzen weiteten sich aus. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 40 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, fiel im Berichtszeitraum um 2,5 %. Diese Abschwächung war breit angelegt: So wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar (-4,2 %), den Währungen der Schwellenländer, darunter dem chinesischen Renminbi (-4,7 %), sowie gegenüber anderen wichtigen Währungen wie dem Pfund Sterling (-2,5 %) und dem Schweizer Franken (-2,0 %) ab. Der Energieschock infolge des anhaltenden Konflikts im Nahen Osten belastete den Euro nach wie vor.

Abbildung 14

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



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 28. Oktober 2026.

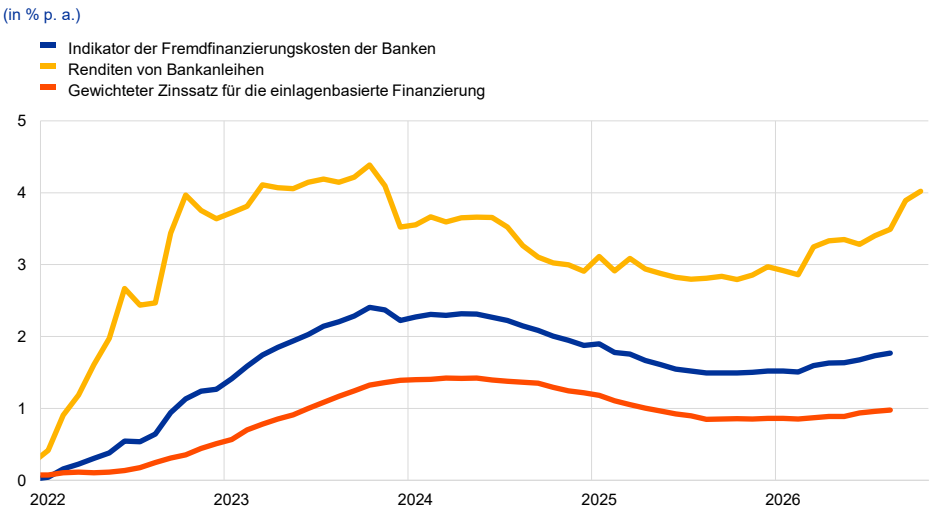
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte haben sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 10. September 2026 verschärft. Im August waren die Zinssätze der Banken für Kredite an private Haushalte auf 3,6 % gestiegen und für Unternehmen weitgehend unverändert geblieben (3,8 %). Im Berichtszeitraum vom 10. September bis zum 28. Oktober 2026 verteuerte sich die Finanzierung über Eigenkapital aufgrund einer höheren Aktienrisikoprämie. Auch die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung erhöhten sich etwas, da sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen vergrößerten. Das jährliche Wachstum der Unternehmenskredite lag im August und September bei 4,2 %, verglichen mit 4,4 % im Juli. Indessen blieb die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an private Haushalte mit 3,1 % gleich. Auch das Jahreswachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats (M3) lag weiterhin stabil bei 3,5 %. In der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2026 meldeten die Banken für das dritte Quartal 2026, dass die Nachfrage nach neuen Unternehmenskrediten zurückgegangen sei und sich die Kreditrichtlinien für Unternehmen weiter verschärft hätten. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten sei merklich und die Nachfrage nach Konsumentenkrediten leicht gesunken. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite seien derweil weitgehend unverändert geblieben, während sich die Richtlinien für Konsumentenkredite verschärft hätten. In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) für das dritte Quartal 2026 meldeten die Unternehmen, dass sich die Zinssätze der Banken erhöht hätten und die sonstigen Kreditvergabebedingungen erneut restriktiver gestaltet worden seien.

Die Finanzierungskosten der Banken stiegen im August an und setzten damit ihren seit März verzeichneten allmählichen Aufwärtstrend fort (siehe Abbildung 15). Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum nahm von 1,7 % im Juli auf 1,8 % im August zu. Im März hatte er noch bei 1,5 % gelegen. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war im Wesentlichen der kontinuierliche Anstieg der Bankanleiherenditen, in dem sich ein allgemeiner Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen weltweit widerspiegelte. Ein weiterer Grund war, dass sich die Spreads von Kreditausfallswaps für Banken im Euroraum angesichts von Bedenken über haushaltspolitische Probleme in mehreren Euro-Ländern erhöhten. Diese Bedenken führten zu einer Neubewertung des Länderrisikos (siehe Abschnitt 4). Nachdem der EZB-Rat im Juni und im September jeweils eine Anhebung der Leitzinsen beschlossen hatte, erhöhten sich auch die Interbankzinssätze. Der gewichtete Einlagenzins, der die Grenzkosten der Finanzierung der Banken über Einlagen bemisst, belief sich im August auf 1,0 % und war damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Die Zinssätze für Termineinlagen und Sparkonten stiegen an, da die Banken die vorangegangene Leitzinserhöhung weitergaben. Die Verzinsung der täglich fälligen Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalte blieb indessen im Großen und Ganzen gleich.

Abbildung 15

Indikator der Finanzierungskosten der Banken im Euroraum

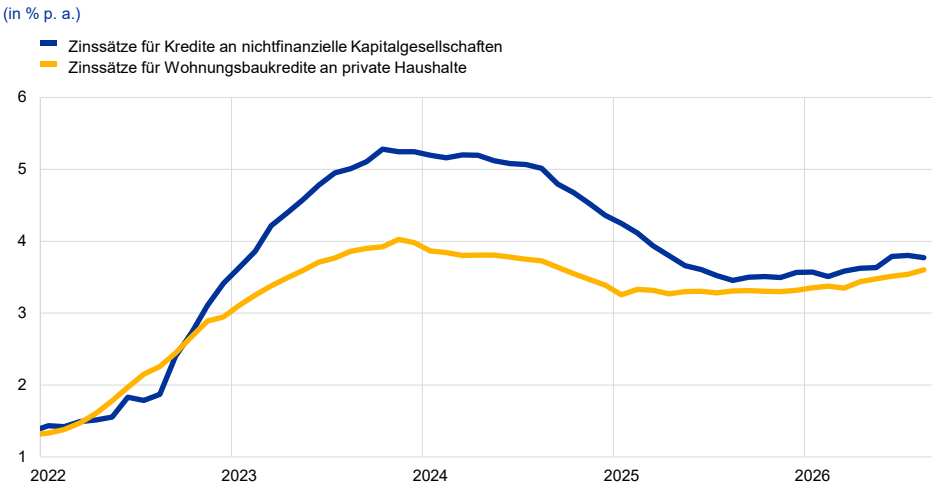


Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen sowie EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken entspricht dem Durchschnitt aus den Kosten des Neugeschäfts mit täglich fälligen Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist, Termineinlagen 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 August 2026 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken und gewichteter Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung) bzw. den 28. Oktober 2026 (Renditen von Bankanleihen).

Die Zinssätze für Bankkredite an private Haushalte stiegen weiter an, während jene für Kredite an Unternehmen weitgehend unverändert blieben (siehe Abbildung 16). Die Kosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte erhöhten sich leicht von 3,5 % im Juli auf 3,6 % im August. Ursächlich hierfür war das anhaltende Durchwirken der höheren Marktzinsen. Die gestiegenen risikofreien Zinssätze und höheren Staatsanleiherenditen setzten die Zinsen für Hypothekarkredite und für längerfristige Unternehmenskredite unter Aufwärtsdruck. Der Anstieg der Hypothekenzinsen war über die Zinsbindungsfristen hinweg breit angelegt, besonders deutlich fiel er jedoch bei Hypothekarkrediten mit kurzer Zinsbindung aus (bis zu einem Jahr). Die Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lagen im August weitgehend unverändert bei 3,8 %. Dahinter verbargen sich gegenläufige Entwicklungen in den verschiedenen Kreditsegmenten. So stiegen die Zinsen für kleine Kredite weiter an, während die Zinsen für große Kredite (über 1 Mio. €) sanken. Infolgedessen weitete sich der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und große Kredite an Unternehmen auf 68 Basispunkte aus.

Abbildung 16

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



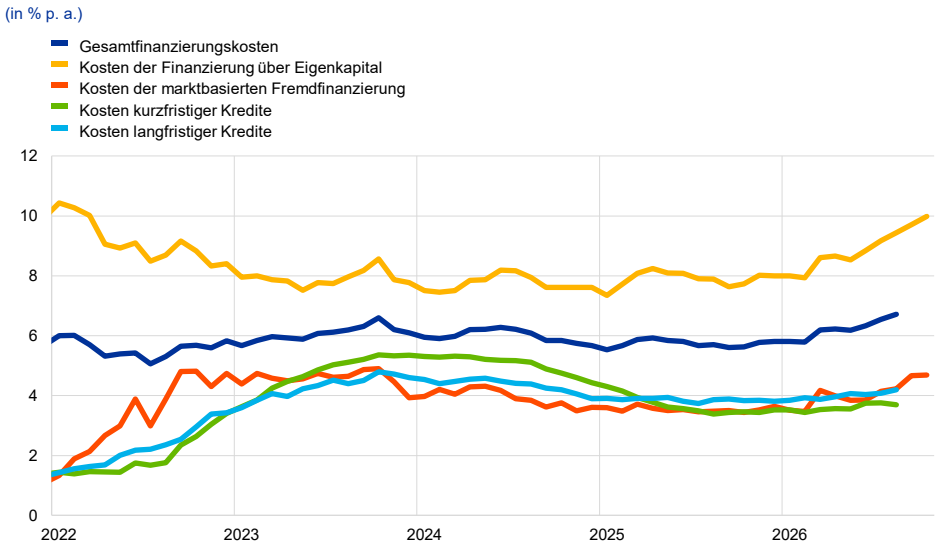
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2026.

Die Eigenkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verteuerte sich in der Zeit vom 10. September bis zum 28. Oktober 2026 weiter. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung nahmen ebenfalls leicht zu. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) erhöhten sich den dritten Monat in Folge und lagen im August bei 6,7 % (siehe Abbildung 17).[7] Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Bankkreditaufnahme blieben unterdessen nahezu gleich. Aus den Tageswerten für den Berichtszeitraum geht hervor, dass die weitere Verteuerung der Eigenkapitalfinanzierung durch eine höhere Aktienrisikoprämie bedingt war. In den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung spiegeln sich etwas höhere Renditeabstände von Unternehmensanleihen insbesondere im Hochzinssegment wider (siehe Abschnitt 4).

[7] Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis August 2026 vor.

Abbildung 17

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

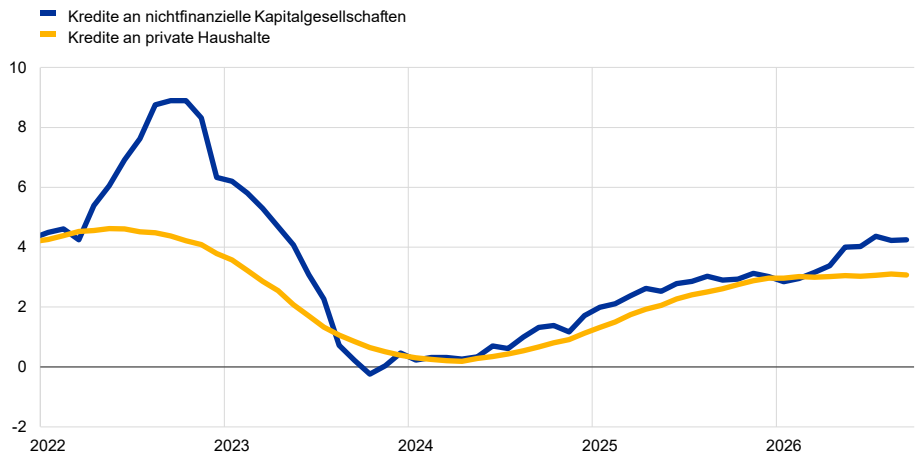


Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf Monatswerten und werden berechnet als Durchschnitt der Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte) sowie der Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), gewichtet anhand ihrer jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 28. Oktober 2026 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite auf August 2026 (Monatswerte).

Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte blieb von August bis September unverändert (siehe Abbildung 18). Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Unternehmen verharrte im August und September bei 4,2 %. Damit lag sie unter ihrem Stand vom Juli (4,4 %) und in der Nähe ihres seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitts (4,3 %). Das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung der Unternehmen beschleunigte sich auf 4,2 % nach 4,1 % im August und Juli. Zurückzuführen war dies auf eine höhere Nettoemission von Unternehmensanleihen. Die kurzfristigen Kredite nahmen merklich zu und setzten damit ihren im Februar 2026 begonnenen Aufwärtstrend fort. Darin dürfte sich ein höheren Bedarf an Betriebsmitteln im Zuge des Energieschocks widerspiegeln. Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an private Haushalte blieb mit 3,1 % stabil und lag unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 4,1 %. Die Zuwachsraten bei der Vergabe von Hypothekarkrediten und von Konsumentenkrediten gingen leicht zurück. Kompensiert wurde diese Entwicklung durch ein deutlich stärkeres Wachstum der sonstigen Kreditvergabe an private Haushalte, einschließlich der Kredite an Einzelunternehmen.

Abbildung 18
MFI-Kredite im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



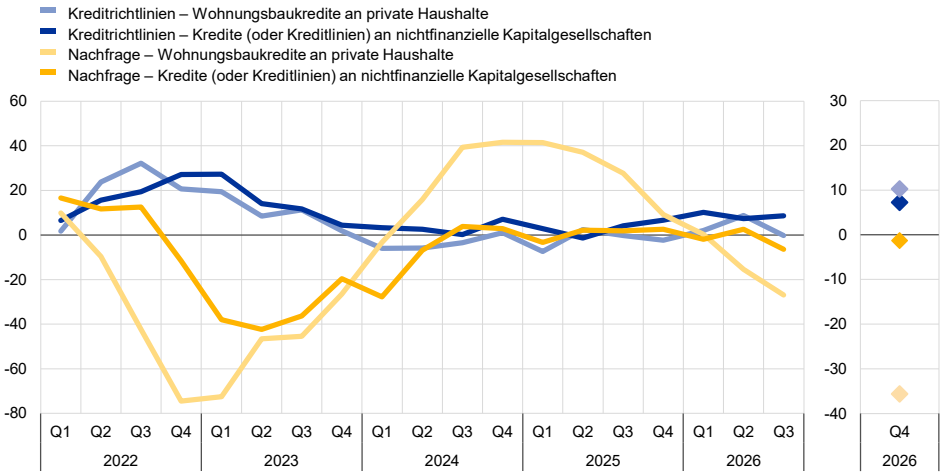
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2026.

In der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum **vom Oktober 2026, die vom 21. September bis zum 6. Oktober 2026 durchgeführt wurde, gaben die Banken an, dass die Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal 2026 weiter verschärft wurden. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite blieben unterdessen nahezu unverändert (siehe Abbildung 19).** Die Richtlinien für Kredite (einschließlich Kreditlinien) an Unternehmen im Euroraum wurden deutlicher gestrafft, als von den Banken in der vorherigen Umfrage erwartet worden war. Verantwortlich dafür waren weiterhin vor allem höhere wahrgenommene Risiken für die Konjunkturaussichten und eine geringere Risikotoleranz seitens der Banken. Einige Banken gaben an, dass der verschärfende Effekt auf die geopolitische Unsicherheit und die Entwicklung an den Energiemärkten zurückzuführen sei. Die Banken berichteten von weitgehend unveränderten Kreditrichtlinien für Wohnungsbaukredite. Die Konsumentenkredite seien insgesamt weiter verschärft worden. Hauptverantwortlich dafür seien eine gesunkene Risikotoleranz und eine gestiegene Risikoeinschätzung gewesen. Für das vierte Quartal 2026 rechnen die Banken im Euroraum mit abermals restriktiveren Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten. Die Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite und für Konsumentenkredite dürften sich währenddessen deutlich verschärfen.

Abbildung 19

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

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



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

Den Banken zufolge war die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im dritten Quartal 2026 rückläufig.[8] Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten ging stark und die Nachfrage nach Konsumentenkrediten leicht zurück. Der Rückgang der Nachfrage nach Unternehmenskrediten kam unerwartet. In der vorangegangenen Umfragerunde hatten die Banken noch mit einem Anstieg gerechnet. Grund für die schwächere Kreditnachfrage war vor allem das höhere Zinsniveau. Weitere dämpfende Faktoren waren der geringere Finanzierungsbedarf von kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) für Anlageinvestitionen sowie eine Verschiebung zugunsten von alternativen Finanzierungsquellen. Aufwärtsdruck auf die Kreditnachfrage ging dagegen weiterhin vom Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel und in geringerem Maße vom Finanzierungsbedarf für Umfinanzierungen und Umschuldungen aus. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten schwächte sich deutlich ab, die Nachfrage nach Konsumentenkrediten hingegen nur leicht. Bei den Wohnungsbaukrediten war der Nettorückgang der stärkste seit dem dritten Quartal 2023 und fiel deutlicher aus als von den Banken erwartet. Hauptursache für den Rückgang war die Zinsentwicklung. Doch auch das nachlassende Verbrauchervertrauen und die Eintrübung der Aussichten am Wohnimmobilienmarkt spielten eine Rolle. Bei den Konsumentenkrediten war die schwächere Nachfrage auf das höhere Zinsniveau,

[8] In einer speziellen Frage zur Bedeutung der Neukreditvergabe für die Finanzierung der Einführung oder Entwicklung von KI durch die Unternehmen gaben die Banken an, dass sie noch dabei seien, ihre Kreditvergabeverfahren an den zunehmenden Einsatz dieser Technologien anzupassen. Mehrere Banken rechneten damit, dass der Finanzierungsbedarf für digitale Infrastrukturen und insbesondere Rechenzentren allmählich, aber stetig steigen werde. Die Banken berichteten zudem, dass der Fokus ihrer aktuellen und künftigen KI-bezogenen Kreditvergabe eher auf Infrastrukturanbietern liegen dürfte als auf Softwareentwicklern oder Unternehmen, die KI einführten, und dass sich dieser Fokus in den kommenden Monaten eher verstärken dürfte.

das gesunkene Verbrauchervertrauen und die geringeren Ausgaben für Gebrauchsgüter zurückzuführen. Für das vierte Quartal 2026 erwarten die Banken, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen weitgehend unverändert bleibt und sich die Nachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten stärker abschwächt.

Die Finanzierungslage der Banken trübte sich weiter ein. Zugleich wirkten sich die gesunkene Überschussliquidität und die gestiegenen Risiken für die Kreditqualität verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus. Laut den Antworten der Banken auf die Zusatzfragen der Umfrage verschlechterte sich ihr Zugang zu Schuldverschreibungen, zu den Geldmärkten und zur Retail-Refinanzierung im dritten Quartal 2026 weiter. Der Zugang zu Verbriefungen blieb weitgehend unverändert. Für die kommenden drei Monate rechnen die Banken damit, dass sich ihr Zugang zu allen vier Finanzierungsarten erneut schwieriger gestalten wird. Der Abbau des geldpolitischen Wertpapierportfolios der EZB wirkte sich in den vergangenen zwölf Monaten leicht negativ auf die Liquiditätsposition der Banken im Euroraum und ihre Finanzierungsbedingungen am Markt aus. Dagegen wurde der Effekt auf die Ertragslage der Banken leicht positiv bewertet, wobei der insgesamt höhere Zinsüberschuss teilweise durch leichte Kapitalverluste ausgeglichen wurde. Die Banken rechnen damit, dass sich diese Effekte in den kommenden zwölf Monaten fortsetzen werden. Zudem wirkten sich die Quote notleidender Kredite und andere Indikatoren der Kreditqualität in allen Kreditkategorien unter dem Strich verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus. Darin spiegelte sich vor allem eine höhere Risikoeinschätzung wider. Auf eine neue Frage zu den Auswirkungen digitaler Vermögenswerte antworteten die Banken, dass deren Einfluss auf ihre Geschäftsstrategie in den vergangenen zwölf Monaten leicht positiv gewesen sei. Den Einfluss auf ihre allgemeine Finanzlage und auf die Kreditrichtlinien schätzen sie indes neutral ein. Für die kommenden zwölf Monate erwarten die Banken, dass sich digitale Vermögenswerte zunehmend positiv auf ihre Geschäftsstrategie und negativ auf ihre Retail-Refinanzierung auswirken werden.

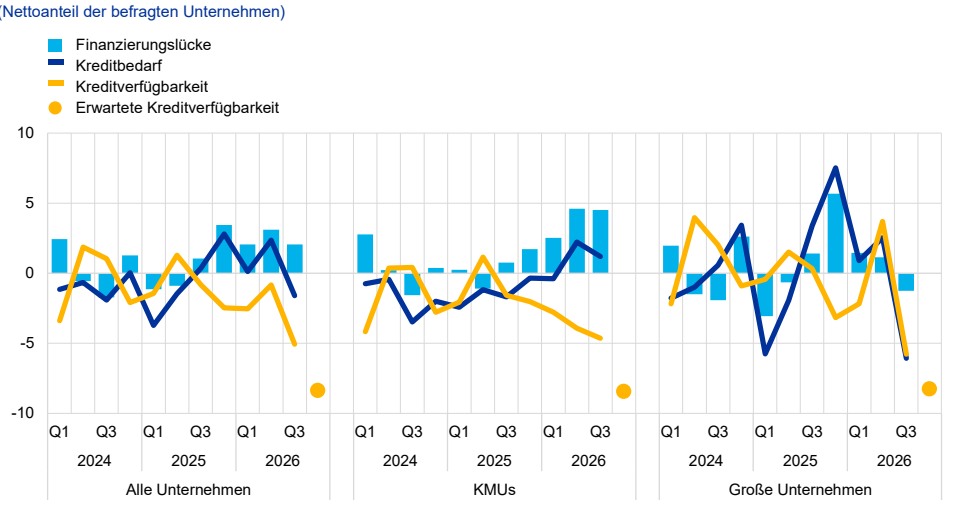
In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE)**, die vom 26. August bis zum 2. Oktober 2026 durchgeführt wurde, berichteten die Unternehmen von restriktiveren Kreditvergabebedingungen der Banken vor dem Hintergrund steigender Bankzinsen.** Im dritten Quartal 2026 gab ein Nettoanteil von 46 % der Unternehmen an, dass die Bankzinsen gestiegen seien, verglichen mit 42 % im Quartal zuvor. Große Unternehmen meldeten dabei häufiger gestiegene Zinsen als KMUs. Neben den höheren Zinssätzen sahen sich die Unternehmen auch mit einem Anstieg der nicht zinsbezogenen Kosten konfrontiert, wenngleich der Anstieg hier etwas langsamer vonstattenging.

Die Verfügbarkeit von Bankkrediten nahm stärker ab als der entsprechende Bedarf. Folglich weitete sich die wahrgenommene Finanzierungslücke aus (siehe Abbildung 20). Im dritten Quartal 2026 gaben 2 % (Nettoanteil) der Unternehmen an, dass ihr Bedarf an Bankkrediten gesunken sei (im Vorquartal hatte noch ein Nettoanteil von 2 % einen gestiegenen Bedarf gemeldet). In Bezug auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten 5 % (Nettoanteil) der Unternehmen eine Verschlechterung, verglichen mit -1 % im Quartal zuvor. Bei der Verfügbarkeit von

Bankkrediten waren die Antworten unabhängig von der Unternehmensgröße: Sowohl KMUs als auch Großunternehmen meldeten eine Verschlechterung. Was den Bedarf an Bankkrediten anbelangt, gaben KMUs an, dass sich ihr Bedarf im Wesentlichen nicht verändert habe (Nettoanteil von 1 % der Unternehmen nach 2 % im Vorquartal). Die großen Unternehmen berichteten dagegen von einem gesunkenen Bedarf (Nettoanteil von -6 % der Unternehmen nach +3 % im Vorquartal). Dadurch blieb die Finanzierungslücke bei Bankkrediten im Euroraum – also die Differenz zwischen der Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und der Verfügbarkeit – unter dem Strich positiv (Nettoanteil von 2 % der Unternehmen nach 3 % im Vorquartal). Mit Blick auf die Zukunft erwarten die Unternehmen im Schnitt, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten in den nächsten drei Monaten verschlechtern wird (Nettoanteil von 8 %).

Abbildung 20

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



Quellen: EZB (SAFE-Umfrage) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Nettoanteil ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der wahrgenommenen Veränderung der Finanzierungslücke nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Kreditbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten Nettosalden werden die Werte mit 100 multipliziert. Die erwartete Verfügbarkeit wurde um einen Zeitraum nach vorne verschoben, um einen direkten Vergleich mit den realisierten Werten zu ermöglichen. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 30 (Januar bis März 2024) bis 40 (Juli bis September 2026).

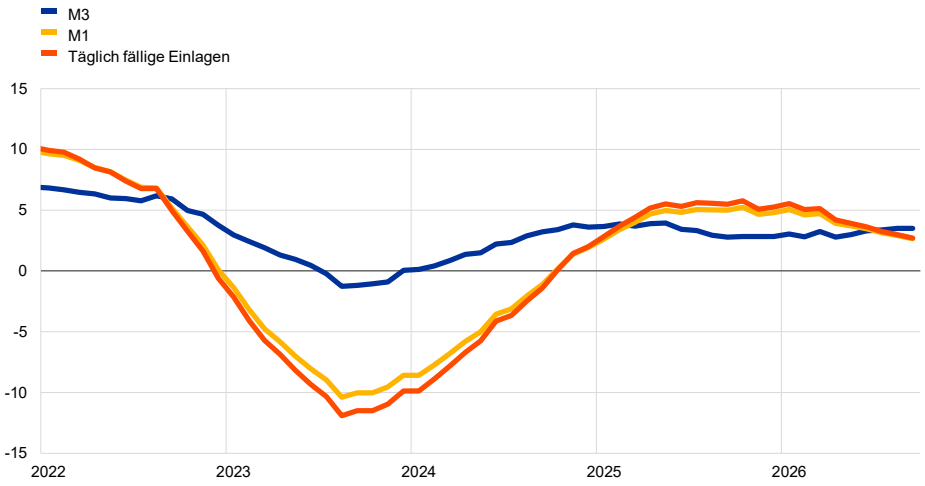
Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 blieb im September vor dem Hintergrund einer schwächeren kurzfristigen Dynamik stabil (siehe Abbildung 21). Die Jahreswachstumsrate von M3 blieb im September mit 3,5 % unverändert und lag damit deutlich unter ihrem seit Anfang 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 5,2 %. Die Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge M1, die den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen umfasst, sank von 2,9 % im August auf 2,7 % im September. Grund hierfür war, dass täglich fällige Einlagen in Termineinlagen umgeschichtet wurden. Auch die marktfähigen Finanzinstrumente leisteten einen größeren Beitrag. Sowohl Termineinlagen als auch marktfähige Finanzinstrumente bieten Investoren höhere Renditen. Bei den Gegenposten wurde das jährliche M3-Wachstum durch

Kapitalzuflüsse bei den Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums sowie durch das Wachstum der inländischen Kredite gestützt. Die fortwährende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems hatte dagegen weiterhin einen dämpfenden Effekt auf das M3-Wachstum.

Abbildung 21

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2026.

Kästen

1 Narrative und Risiken: Ein quantitatives Instrumentarium zur Bewertung von Szenarien für den Konflikt im Nahen Osten

Niccolò Battistini, Mohammed Chahad und Luís Fonseca

Im vorliegenden Kasten wird ein quantitativer Analyserahmen vorgestellt, mit dem sich die Alternativszenarien zu den Basisprojektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB bewerten lassen. Im Mittelpunkt steht dabei die Beurteilung der Plausibilität ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen. Wie in politischen Kontexten üblich, wird davon ausgegangen, dass die Basisprojektionen das wahrscheinlichste der möglichen künftigen Ergebnisse abbilden – in Abhängigkeit von der aktuellen Wirtschaftslage und einer Reihe technischer Annahmen. Um die Unsicherheit rund um das Basisszenario zu verdeutlichen, werden diese Projektionen häufig durch alternative Szenarien ergänzt, in denen die gesamtwirtschaftlichen Folgen politisch relevanter wirtschaftlicher Narrative untersucht werden (Europäische Zentralbank, 2025). Wie Cordova-Pozo und Rouwette (2023) betonen, gibt es jedoch bislang nur wenig Literatur, in der die Szenariorelevanz untersucht wird.[1] Im vorliegenden Kasten wird eine Methodik vorgestellt, die darauf abzielt, diese Lücke teilweise zu schließen. Dazu werden verschiedene Szenarien bewertet. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Plausibilität ihrer gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse im Vergleich zu empirischen Mustern.[2]

Der erste Schritt zur Beurteilung der Plausibilität der Szenarien besteht darin, gemeinsame Prognoseverteilungen zu konstruieren, die zeitliche und variablenübergreifende Muster erfassen. Ziel ist es, für eine Reihe makroökonomischer Variablen – im vorliegenden Fall sind dies das Wachstum des realen BIP und die HVPI-Inflation – eine gemeinsame Wahrscheinlichkeitsdichte zu erhalten, die um das Basisszenario zentriert ist und sowohl zeitliche als auch variablenübergreifende Korrelationen berücksichtigt. Erreicht wird dies durch die Schätzung dynamischer Zusammenhänge zwischen den Variablen, wobei zwei komplementäre Ansätze auf Basis von univariaten Verteilungen zum Einsatz kommen.[3] Der erste ist ein modellbasierter Ansatz, der univariate bedingte Verteilungen über bayesianische Quantilregressionen ableitet und diese durch Anwendung der Kettenregel der Wahrscheinlichkeit zu einer gemeinsamen Dichte kombiniert. Der zweite Ansatz ist ein kopulabasierter Ansatz. Hier werden

1 Ein aktueller Beitrag hierzu ist das Verfahren zur Szenariosynthese von Adrian et al. (2025). Darin weist das Autorenteam jedem Szenario ein Bedeutungsgewicht zu, um sich einer Zielreferenzverteilung bestmöglich zu nähern.

2 Die in diesem Kasten vorgeschlagene Methodik lässt sich auch auf zwei andere häufig verwendete Kriterien für die quantitative Bewertung von Szenarien anwenden, nämlich auf die Konsistenz der zugrunde liegenden Schocks und auf die Szenarioabdeckung. Dieses Thema ist auch Gegenstand eines demnächst erscheinenden Working Paper der EZB.

3 Alternative Ansätze liefern gemeinsame Verteilungen zwar möglicherweise direkt, stützen sich aber häufig auf vereinfachende Annahmen (z. B. eine ähnliche Struktur bei allen Variablen, eine lineare Abhängigkeit), was zu weniger differenzierten Abbildung der Risiken führt.

gemeinsame Dichten konstruiert, indem univariate Randverteilungen mit historischen Mustern kombiniert werden. Im vorliegenden Fall stammen diese Randverteilungen aus zwei Quellen, nämlich aus a) historischen Daten und b) einer umfragebasierten Verteilung (abgeleitet aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB); hier sind die zukunftsgerichteten Einschätzungen professioneller Prognostiker in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung enthalten.[4] Die daraus resultierenden gemeinsamen Wahrscheinlichkeitsdichten werden so zentriert, dass ihr Modalwert den Basisprojektionen entspricht. Diese zentrierten gemeinsamen Verteilungen werden für rollierende Zeitfenster von 20 Jahren berechnet, und zwar ab Anfang der 1980er-Jahre. So lassen sich die Szenarien im Vergleich zur für sie günstigsten historischen Periode beurteilen. Da die Dichte über rollierende Zeitfenster hinweg berechnet wird, erfasst das Verfahren zeitvariable Zusammenhänge zwischen den Variablen. Dies ist von entscheidender Bedeutung, denn die simulierten Szenarien können zeitliche oder variablenübergreifende Dynamiken widerspiegeln, die sich möglicherweise von jedem spezifischen historischen Muster unterscheiden.

Im zweiten Schritt wird die empirische Plausibilität der Szenarioergebnisse beurteilt, indem berechnet wird, wie wahrscheinlich ein jedes Szenario im Vergleich zum Basisszenario ist. Im Einklang mit Doan et al. (1984) lässt sich die Plausibilität daran abschätzen, wie ungewöhnlich ein Szenarioverlauf im Vergleich zum wahrscheinlichsten Verlauf ist.[5] Der Index der empirischen Plausibilität wird ermittelt, indem zunächst für jede historische Teilstichprobe die Wahrscheinlichkeit der in einem bestimmten Szenario gegebenen Kombination der Wachstums- und Inflationsentwicklung im Vergleich zur Wahrscheinlichkeit der Kombination dieser Variablen im Basisszenario berechnet wird.[6] Der finale Indexwert entspricht dem höchsten Wert der Teilstichproben für ein bestimmtes Szenario. Er reicht von 0 (d. h. für die wirtschaftlichen Ergebnisse des Szenarios gibt es praktisch keinen historischen Präzedenzfall) bis 100 (d. h. die Szenarioverläufe sind ebenso plausibel wie das Basisszenario). Wichtig ist dabei, dass anhand des Scorewerts beurteilt wird, ob der gemeinsame Verlauf der Ergebnisvariablen eines bestimmten Szenarios in der Vergangenheit schon einmal aufgetreten ist. Nicht bewertet wird hingegen, ob die Ereignisse, die dem Narrativ zugrunde liegen, schon einmal eingetreten sind (z. B. bestimmte Störungen an den Energiemärkten oder die Veränderung eines bestimmten Zollregimes). Folglich kann der Scorewert auf eine Vielzahl von Szenarionarrativen angewendet werden, auch auf solche, die möglicherweise nie tatsächlich beobachtet wurden.

Bei Anwendung des Verfahrens auf die Szenarien, die sich auf den Konflikt im Nahen Osten beziehen und in den Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 enthalten sind, zeigt sich, dass das schwerwiegende Szenario eine geringere empirische Plausibilität aufweist als das mildere oder das adverse Szenario. In Abbildung A, Grafik a ist die Entwicklung des Wachstums des realen BIP und der HVPI-Inflation dargestellt, wie sie in den in Kasten 4 der

---

4 Zu weiteren Einzelheiten siehe The ECB Survey of Professional Forecasters – Third quarter of 2026.

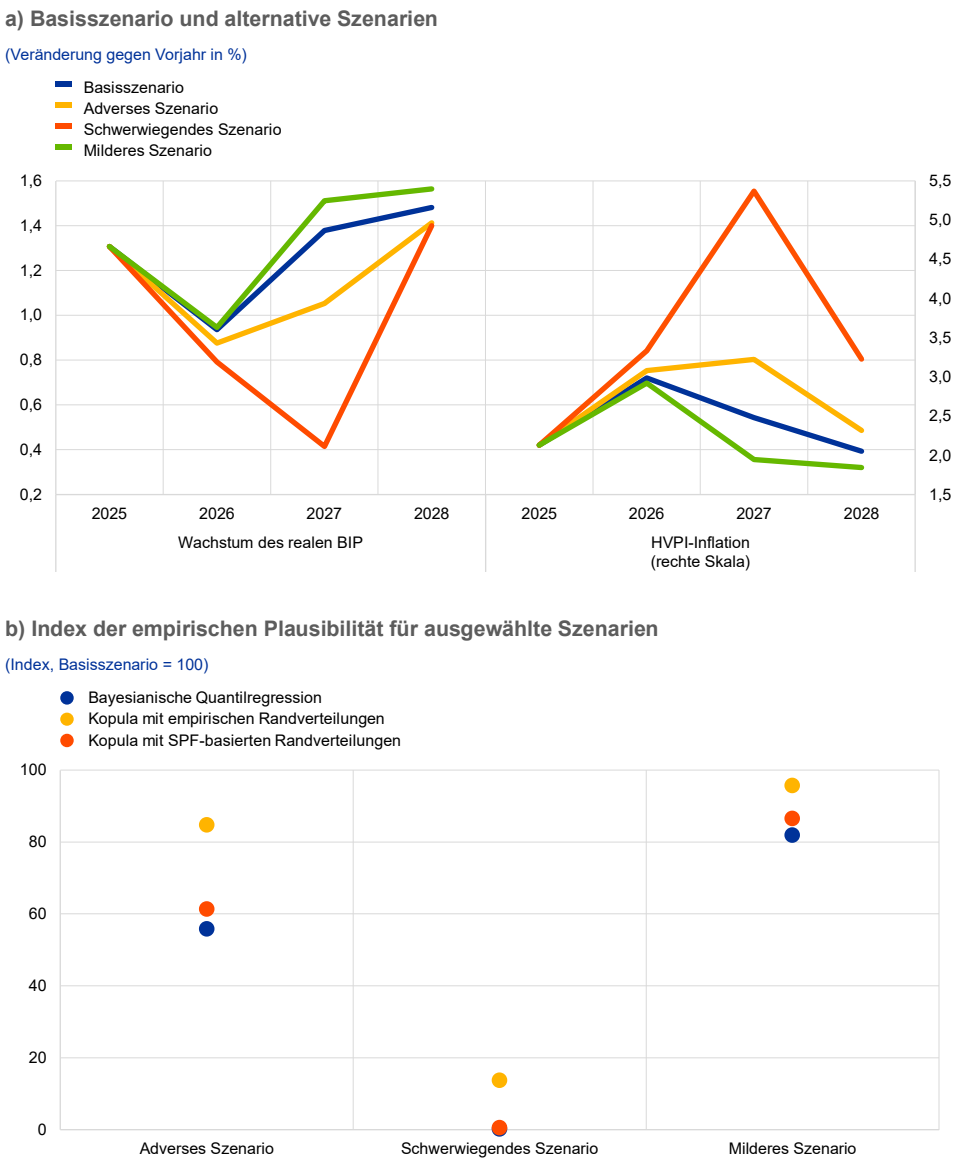
5 Da dieses Maß die Schiefe und Fat Tails der Verteilungen berücksichtigt, könnte es besser für unsere Zwecke geeignet sein als beispielsweise der Unplausibilitätsindex von Doan et al. (1984).

6 Dieser Ansatz nimmt eine breitere Perspektive ein, die sich nicht auf eine bestimmte Variable oder einen bestimmten Zeithorizont konzentriert. Daher stellt er eine Alternative zum Verfahren der Szenariosynthese von Adrian et al. (2025) dar.

gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 beschriebenen Nahost-Szenarien unterstellt wird. Diese Szenarien unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Annahmen über die Energierohstoffpreise und die finanzielle Unsicherheit sowie hinsichtlich der Stärke, mit der sich indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte in der Inflation niederschlagen. Sie decken eine große Bandbreite an wirtschaftlichen Ergebnissen ab. Die kumulierten absoluten Abweichungen von den Basisprojektionen reichen beim Wachstum des realen BIP von 0,2 bis 1,2 Prozentpunkten und bei der HVPI-Inflation von 1,0 bis 4,3 Prozentpunkten. Grafik b stellt den Plausibilitätsindex für jedes Szenario dar. Daraus geht hervor, dass das mildere Szenario eine hohe Plausibilität aufweist. Hierbei bewegt sich der Index in den verschiedenen Ansätzen in einer Spanne von 82 bis 96. Beim adversen Szenario reicht die Spanne von 56 bis 85, während das schwerwiegende Szenario als deutlich weniger plausibel eingeschätzt wird. Trotz der geringeren Plausibilität ist die Analyse dieses Szenarios nach wie vor wichtig, um ein breites Spektrum an möglichen Ausgängen des Konflikts abzudecken, die für politische Entscheidungen relevant sind. Die Plausibilitätsbewertung ist über die verschiedenen Verfahren hinweg, die zur Ableitung der gemeinsamen Dichten herangezogen werden, robust. Allerdings muss dies angesichts der erheblichen methodischen Unterschiede bei der Ausgestaltung dieser Verfahren nicht zwangsläufig der Fall sein.

Abbildung A

Empirische Plausibilität des Basisszenarios und der alternativen Szenarien



Quellen: Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Grafik b: Die empirische Plausibilität wird anhand der höchsten relativen Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Basisszenario über verschiedene historische Teilstichproben hinweg gemessen. Für jede Teilstichprobe wird die relative Wahrscheinlichkeit aus der gemeinsamen Wahrscheinlichkeitsdichte der Verläufe des realen BIP-Wachstums und der HVPI-Inflation über den gesamten Projektionszeitraum ermittelt. Dabei wird die Verteilung so zentriert, dass die Basisprojektionen dem Modalwert der Verteilung entsprechen. SPF steht für Survey of Professional Forecasters.

Die Bewertung der empirischen Plausibilität von Szenarien geht über eine einfache Beurteilung ihres Schweregrads hinaus, da sie sowohl zeitliche als auch variablenübergreifende Korrelationen widerspiegelt. Der Zusammenhang zwischen Plausibilität und Schweregrad lässt sich durch eine vergleichende Beurteilung verschiedener Szenarien mit ähnlichem Schweregrad veranschaulichen. So weist das adverse Nahost-Szenario einen – als kumulierte absolute Abweichung von den Werten im Basisszenario gemessenen – Schweregrad auf, der jenem eines hypothetischen Ad-hoc-Szenarios mit flachem Verlauf ähnelt, in dem das BIP-Wachstum und die HVPI-Inflation über einen Dreijahreszeitraum hinweg konstant bei

ihren Durchschnittswerten des Basisszenarios liegen. Wie aus Tabelle A hervorgeht, ergibt sich aus der Berücksichtigung sowohl zeitlicher als auch variablenübergreifender Korrelationen jedoch, dass die Ergebnisse des adversen Szenarios deutlich plausibler sind (Scorewert: 56) als die Ergebnisse des Szenarios mit konstanten Werten (Scorewert: nahe 0). Der Vergleich zeigt auch, dass die Nichtberücksichtigung einer oder beider Abhängigkeitsdimensionen zu einer unvollständigen, oft irreführenden Bewertung der Plausibilität der Szenarioergebnisse führt. Dies wird beispielsweise am hypothetischen Szenario mit konstanten Werten deutlich: Die Nichtberücksichtigung zeitlicher oder variablenübergreifender Abhängigkeiten führt zu hohen Schätzungen der empirischen Plausibilität, die kaum durch eine einfache Aggregation dieser Teilbewertungen, wie etwa die Bildung von Durchschnittswerten, korrigiert werden können.

Tabelle A

Empirische Plausibilität ohne bzw. mit teilweiser oder vollständiger Berücksichtigung zeitlicher oder variablenübergreifender Korrelationen

a) Adverses Nahost-Szenario

(Index, Basisszenario = 100)

Empirische Plausibilität	Ausschließlich 2026	Ausschließlich 2027	Ausschließlich 2028	Alle Jahre (zeitliche Abhängigkeit)
Ausschließlich reales BIP	96,0	97,2	99,8	93,9
Ausschließlich HVPI	71,9	83,3	98,8	70,7
Beide Variablen (übergreifende Abhängigkeit)	69,0	80,6	98,6	55,7

b) Ad-hoc-Szenario mit konstanten Werten

(Index, Basisszenario = 100)

Empirische Plausibilität	Ausschließlich 2026	Ausschließlich 2027	Ausschließlich 2028	Alle Jahre (zeitliche Abhängigkeit)
Ausschließlich reales BIP	29,1	99,4	98,6	18,7
Ausschließlich HVPI	8,4	100,0	96,5	0,2
Beide Variablen (übergreifende Abhängigkeit)	0,2	99,4	96,6	0,1

Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die gemeinsame Wahrscheinlichkeitsdichte wird mithilfe einer bayesianischen Quantilregression konstruiert.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das vorgeschlagene quantitative Verfahren zur Bewertung von Szenarien ein Maß für die empirische Plausibilität der Szenarioergebnisse liefert. Die wirtschaftliche Plausibilität narrativer Ereignisse oder deren Eintrittswahrscheinlichkeit wird jedoch nicht bewertet, da diese Einschätzungen weiterhin im Verantwortungsbereich der Politik liegen. Fundierte Szenarien können niedrige Scorewerte für die empirische Plausibilität erhalten, wenn sie Kombinationen von Wachstums- und Inflationsergebnissen aufweisen, für die es in der Vergangenheit nur wenige Beispiele gab (z. B. Werte aus der Zeit der Lockdown-Maßnahmen während der

COVID-19-Pandemie). Umgekehrt kann ein neuartiges Szenario, das einen üblichen gemeinsamen Verlauf makroökonomischer Größen abbildet, durchaus einen hohen Scorewert für die empirische Plausibilität erhalten. In allen Fällen ist der Wert mit Vorsicht zu interpretieren, wobei auch das qualitative Szenarionarrativ und die relevanten Einschätzungen von Fachleuten und Politik berücksichtigt werden sollten. Abschließend ist auch zu beachten, dass es mit der vorgeschlagenen Methodik nicht möglich ist, die Beiträge der wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Scorewerte genauer aufzuschlüsseln. Dazu zählen etwa die dem Szenario zugrunde liegenden Schocks, die Transmissionskanäle und die Modell-Fehlspezifikationen.

Literaturverzeichnis

Adrian, T., Giannone, D., Luciani, M. und West, M. (2025), Scenario Synthesis and Macroeconomic Risk, Working Paper des IWF, Nr. 2025/105, Internationaler Währungsfonds.

Cordova-Pozo, K. und Rouwette, E. (2023), Types of scenario planning and their effectiveness: A review of reviews, Futures, Bd. 149, 103153.

Doan, Y., Litterman, R. und Sims, C. (1984), Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions, Econometric Reviews, Bd. 3, Ausgabe 1, S. 1-100.

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

2 Inwieweit beeinflusst extremes Sommerwetter die Bauproduktion im Euroraum?

Johannes Gareis

Diesen Sommer kam es in weiten Teilen des Euroraums wiederholt und länger anhaltend zu extremer Hitze. Hitzeperioden können sich erheblich auf die Bautätigkeit auswirken. Das Baugewerbe gehört zu den Branchen, die Witterungseinflüssen am stärksten ausgesetzt sind, da ein Großteil der Tätigkeit im Freien stattfindet und körperlich anstrengend ist. Hohe Temperaturen erschweren ein sicheres Arbeiten, sodass Erwerbstätige in Sektoren, die vom Klima abhängig sind (wie das Baugewerbe), ihre Arbeitszeit an sehr heißen Tagen reduzieren und stattdessen eher zu anderen Tageszeiten oder an anderen Tagen arbeiten, wenn es kühler ist.[1] Regelungen zur Arbeitszeit könnten die Effekte von Witterungseinflüssen auf die Arbeitszeit verstärken. So gibt es in mehreren Ländern des Euroraums bereits Regelungen, denen zufolge die Arbeit im Freien bei extremer Hitze anzupassen oder auszusetzen ist.[2] Auch die aktuelle ökonometrische Evidenz zeigt, dass sich Extremwetterereignisse kurzfristig erheblich auf die Wirtschaftsleistung und die sektorale Aktivität in den größten Volkswirtschaften des Euroraums auswirken können.[3] Im vorliegenden Kasten werden die Auswirkungen des diesjährigen Sommerwetters auf die Bauproduktion im Euroraum untersucht. Dabei wird die Branchenumfrage der Europäischen Kommission als zeitnaher Indikator für witterungsbedingte Störungen herangezogen, während historische Belege Aufschluss über die Auswirkungen dieser Störungen auf die Produktion geben.

Der Anteil der Bauunternehmen, die in der Branchenumfrage der Europäischen Kommission Witterungseinflüsse als Hemmnis für ihre Bautätigkeit nannten, erreichte im Sommer 2026 ein außergewöhnlich hohes Niveau. Zu witterungsbedingten Beeinträchtigungen kommt es in der Regel überwiegend im Winter. So beläuft sich der Anteil der Unternehmen im Euroraum, die von Beeinträchtigungen berichten, im Januar und Februar im Durchschnitt auf über 20 %, verglichen mit weniger als 3 % im Juli und August (siehe Abbildung A). Dieses Jahr ließ sich jedoch ein anderer Verlauf beobachten. Während die witterungsbedingten Behinderungen in den ersten Monaten des Jahres im üblichen Bereich lagen, stiegen sie im Sommer deutlich an. Im August gaben 7,8 % der Unternehmen an, dass das Wetter ein Produktionshemmnis sei. Dies war der höchste Wert für August seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1991 und ein deutlich höherer Wert als der bislang verzeichnete Rekordstand von 5,8 %. Der Wert für Juli

1 Siehe Internationale Arbeitsorganisation (2019) sowie Graff Zivin und Neidell (2014).

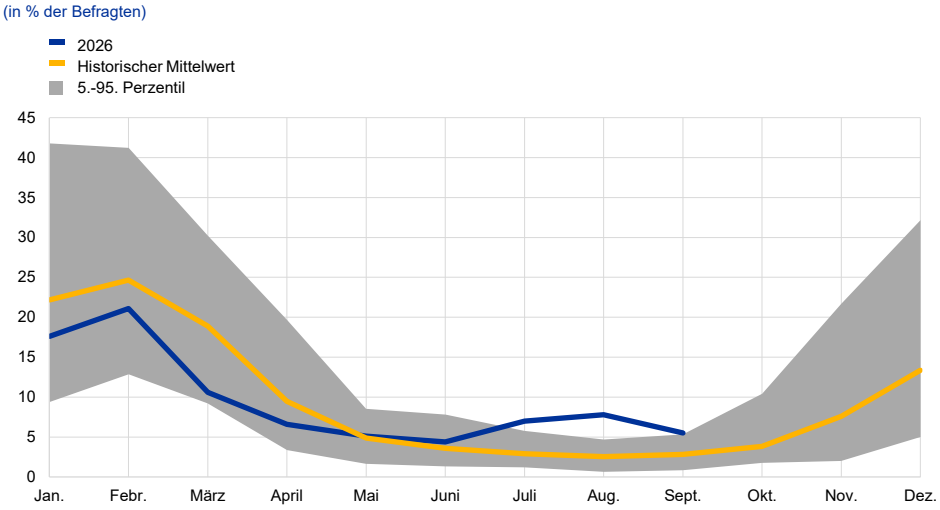
2 In Frankreich sehen die seit Juli 2025 geltenden Regelungen vor, dass Arbeitgeber in Zeiten extremer Hitze die Arbeitsbedingungen und Arbeitszeiten unter anderem auch auf Baustellen anpassen müssen. In Italien haben mehrere Regionen saisonale Verordnungen für das Baugewerbe und die Landwirtschaft erlassen, die Arbeiten im Freien in der Regel zwischen 12:30 Uhr und 16:00 Uhr an Tagen verbieten, an denen gemäß den Prognosen extreme Hitze erwartet wird. In Spanien sehen die 2023 eingeführten Rechtsvorschriften vor, dass die Arbeitsbedingungen und Arbeitszeiten anzupassen sind, wenn vor extremen Temperaturen gewarnt wird und die bestehenden Schutzmaßnahmen nicht ausreichen. In Griechenland müssen Arbeiten im Freien bei besonders hohen Temperaturen vorübergehend ausgesetzt werden.

3 Siehe Andersson et al. (2026).

war mit 7,0 % der zweithöchste Wert, der seit Beginn der Aufzeichnungen für diesen Monat gemessen wurde. Im September sank der Wert auf 5,5 %, lag aber weiterhin über dem für diese Jahreszeit üblichen Niveau; zudem war es der dritthöchste September-Wert seit 1991. Der Anstieg war länderübergreifend zu beobachten, wobei es zwischen den Ländern Unterschiede gab. Besonders ausgeprägt war der Anstieg in Frankreich, wo die Werte in allen drei Monaten ein Rekordniveau erreichten. Möglicherweise war dies auch eine Folge der neuen Arbeitsregelungen im Fall von Hitzewarnungen. Auch in Deutschland stiegen die witterungsbedingten Beeinträchtigungen im August merklich an. In Italien sowie in einigen kleineren Ländern wie Litauen, Kroatien und Slowenien waren sie erhöht, während sie in Österreich, Belgien und Finnland weiterhin in der Nähe ihres üblichen Niveaus oder darunter lagen. Im September erreichten die Werte in Griechenland ebenfalls ein Rekordhoch.

Abbildung A

Witterungseinflüsse als Hemmnis für die Bautätigkeit im Euroraum



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Dargestellt ist der Anteil der Bauunternehmen, die Witterungseinflüsse als Hemmnis für ihre Bautätigkeit nannten. Die Daten sind nicht saisonbereinigt. Der historische Mittelwert und der Bereich „5.-95. Perzentil“ wurden für jeden Kalendermonat im Zeitraum von 1991 bis 2025 berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2026.

Die historischen Belege deuten darauf hin, dass sich die ungewöhnlich starken witterungsbedingten Beeinträchtigungen im Sommer nur geringfügig und temporär auf die Bauproduktion ausgewirkt haben dürften. Zur Quantifizierung der Auswirkungen wird der Zusammenhang zwischen witterungsbedingten Beeinträchtigungen und Bauproduktion anhand monatlicher Daten für drei Teilsektoren des Baugewerbes für den Zeitraum von 1995 bis 2026 geschätzt, wobei die elf Länder des Euroraums herangezogen werden, für die

Produktionsdaten nach Teilsektoren vorliegen.[4] Witterungsbedingte Störungen werden als Abweichung des Anteils der Unternehmen, die witterungsbedingte Beeinträchtigungen melden, von seinem historischen Durchschnitt für denselben Kalendermonat berechnet, wodurch übliche Saisoneinflüsse entfernt werden. Die Schätzungen lassen darauf schließen, dass ein Anstieg des Anteils der Unternehmen, die witterungsbedingte Beeinträchtigungen meldeten, um 1 Prozentpunkt im Vergleich zum historischen Niveau für diese Jahreszeit mit einem Rückgang der Bauproduktion um rund 0,05 % im selben Monat einhergeht. Der geschätzte Effekt ist von kurzer Dauer, da sich die Produktion im Folgemonat erholt. Dies steht im Einklang damit, dass die Arbeit nachgeholt wird und nicht dauerhaft verloren geht. Werden die Schätzungen auf die Werte dieses Sommers angewendet, so lassen die Ergebnisse darauf schließen, dass die Bauproduktion infolge der Witterungseinflüsse im Juli um rund 0,2 %, im August um 0,3 % und im September um 0,1 % gesunken ist; im Anschluss lässt der geschätzte Effekt nach (siehe Abbildung B).[5] Diese Angaben beziehen sich allein auf die geschätzten Auswirkungen des Wetters. Die tatsächlichen monatlichen Ergebnisse spiegeln auch andere Faktoren wider. Insgesamt implizieren die Analyseergebnisse nur eine begrenzte Beeinträchtigung der Bauproduktion im dritten Quartal und eine entsprechende Erholung im vierten Quartal. Somit ist der Effekt der witterungsbedingten Beeinträchtigungen auf die allgemeine Wirtschaftsleistung vernachlässigbar.

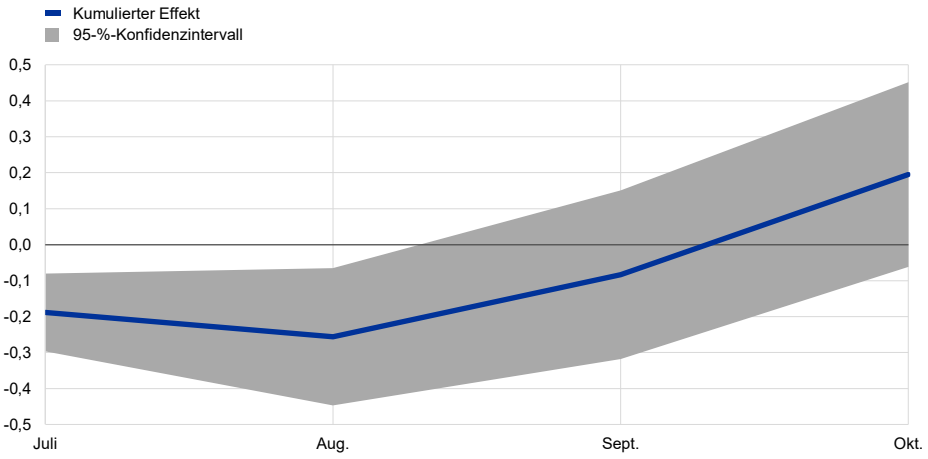
[4] Die Schätzung basiert auf lokalen Projektionen (Jordà, 2005) der Reaktion der logarithmierten Bauproduktion auf witterungsbedingte Beeinträchtigungen, gemessen als Abweichung vom Kalendermonatsmittelwert, wobei Hochbau, Tiefbau und spezialisierte Bautätigkeiten in Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Kroatien, den Niederlanden, Österreich, Portugal, der Slowakei, Slowenien und Spanien zusammengefasst werden. Italien und Griechenland sind nicht enthalten, da für diese Länder keine monatlichen Produktionsdaten nach Teilsektoren vorliegen. Die Spezifikation umfasst drei Verzögerungen der Wettervariable, zwei Verzögerungen des Produktionswachstums, fixe Effekte für Land-Sektor-Kombinationen sowie zeitspezifische fixe Effekte (Jahr-Monat), wobei Standardfehler nach Monat geclustert werden. Die Umfragedaten für Spanien sind um einen Niveaubruch Anfang 2025 bereinigt. Die Teilsektorkoeffizienten, die sich nicht signifikant voneinander unterscheiden, werden anhand der von Eurostat ermittelten Gewichtung der Produktion im Jahr 2021 aggregiert.

[5] Die Bauproduktion im Euroraum stieg im August um 1,8 %, nachdem sie im Juli weitgehend unverändert geblieben und im Juni um 1,6 % zurückgegangen war. Der Anstieg im August spiegelt ein kräftiges Wachstum der Bauproduktion in Deutschland im Zusammenhang mit der Fertigstellung eines großen Energieinfrastrukturprojekts wider. Insgesamt sind die geschätzten witterungsbedingten Effekte im Juli und August im Vergleich zur üblichen monatlichen Volatilität der Bauproduktion gering.

Abbildung B

Geschätzter Effekt der witterungsbedingten Störungen im Sommer 2026 auf die Bauproduktion im Euroraum

(Abweichung des Produktionsniveaus in %)



Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Dargestellt ist die zusammengefasste kumulierte Reaktion der Bauproduktion auf die im Juli, August und September 2026 beobachteten Wetteranomalien. Die Basis bildeten lokale Projektionen, die anhand eines Panels von 31 Land-Sektor-Paaren in elf Ländern des Euroraums im Zeitraum von 1995 bis 2026 geschätzt wurden, wobei fixe Effekte für die Land-Sektor-Kombinationen sowie zeitspezifische fixe Effekte (Jahr-Monat) berücksichtigt wurden. Der schattierte Bereich markiert das Konfidenzintervall von 95 %.

Die geschätzten Auswirkungen der extremen Hitze im Sommer sind jedoch mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die Schätzungen basieren vor allem auf Phasen mit witterungsbedingten Störungen in den kälteren Monaten des Jahres, auf die rund 70 % der umfangreichen Störungen in der Stichprobe entfallen, und möglicherweise unterscheidet sich die Reaktion auf Extremhitze von Störungen aufgrund kalter Witterung.[6] Darüber hinaus sind die in mehreren Ländern in den letzten Jahren eingeführten strikteren Gesundheits- und Sicherheitsvorschriften für Hitzeperioden größtenteils erst nach dem Schätzzeitraum wirksam geworden. Dadurch könnten hohe Temperaturen die Bautätigkeit künftig stärker beeinflussen, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Umgekehrt könnten die Unternehmen teilweise das Wetter für eine schwächere Aktivität verantwortlich machen, auch wenn noch andere Faktoren eine Rolle spielen. In diesem Fall könnten die Effekte in den Schätzungen zu hoch angesetzt sein. Dessen ungeachtet erfassen die Schätzungen nur kurzfristige Störungen. Sollten jedoch Extremhitzeereignisse öfter auftreten oder länger andauern, könnte es schwieriger werden, aufgeschobene Arbeiten nachzuholen. Zugleich könnten wiederholte Beschränkungen der Arbeitszeit und damit verbundene Anpassungskosten die Bautätigkeit länger

[6] Umfangreiche Störungen werden definiert als diejenigen Monate, in denen der Anteil der Unternehmen, die witterungsbedingte Beeinträchtigungen melden, den Monatsdurchschnitt um mehr als 5 Prozentpunkte übersteigt. Etwa 70 % dieser Störungen entfallen auf die Zeit von Oktober bis April und weniger als ein Fünftel auf die Monate Juni bis August. Der geschätzte Effekt für die Sommermonate fällt ähnlich aus wie für den Rest des Jahres, wurde aber weniger genau geschätzt.

anhaltend belasten. Extreme Hitze könnte sich über längere Zeiträume auch auf die Wirtschaftsleistung im Allgemeinen auswirken.[7]

Insgesamt deutet die Evidenz darauf hin, dass es infolge des Extremwetters in diesem Sommer zu ungewöhnlich weitverbreiteten Störungen der Bautätigkeit kam; dennoch dürften die Auswirkungen des Extremwetters auf die Produktion gering und weitgehend temporär gewesen sein. Die witterungsbedingt schwachen Daten zum Baugewerbe im dritten Quartal sind daher nicht unbedingt als ein Signal für eine schwächere zugrunde liegende Dynamik zu verstehen. Angesichts einer in Zukunft zu erwartenden häufigeren und länger anhaltenden extremen Sommerhitze können Umfragedaten zu witterungsbedingten Beeinträchtigungen zeitnah Hinweise auf temporäre witterungsbedingte Auswirkungen liefern. Zudem können sie dazu beitragen, derartige Effekte von der zugrunde liegenden Entwicklung der Bautätigkeit zu unterscheiden.

Literaturverzeichnis

Andersson, M., Battistini, N. und Bobasu, A. (2026), Heatwaves, coldwaves, floods, and droughts: the short-term impact of extreme weather events on economic activity, Working Paper Series der EZB, Nr. 3203, März.

Graff Zivin, J. und Neidell, M. (2014), Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change, Journal of Labor Economics, Bd. 32, Nr. 1, S. 1-26.

Internationale Arbeitsorganisation (2019), Working on a warmer planet: the impact of heat stress on labour productivity and decent work, Internationales Arbeitsamt, Genf.

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

Usman, S., González-Torres Fernández, G. und Parker, M. (2025), Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term, European Economic Review, Bd. 178.

[7] Erkenntnisse hinsichtlich länger andauernder Effekte von Hitzewellen im Sommer auf die Produktion allgemein finden sich in Usman et al. (2025). Anhand von jährlichen Regionaldaten zur Gesamtwirtschaft wird dort untersucht, wie sich Hitzewellen über weiter gefasste gesamtwirtschaftliche Kanäle (z. B. mögliche Auswirkungen auf die Bevölkerung und Produktivität in der Region) mittelfristig auf die Produktion auswirken. Dagegen werden im vorliegenden Kasten temporäre Produktionsverluste untersucht.

3 Wie groß ist der Anteil des Privatsektors an der Beschäftigung im Bereich der Daseinsvorsorge?

Afonso S. Moura

Der Bereich der Daseinsvorsorge leistete in den letzten Jahren einen bedeutenden Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Beschäftigungswachstum im Euroraum. Seit der Corona-Pandemie ist das Beschäftigungsniveau im Bereich der Daseinsvorsorge rascher gestiegen als in den meisten anderen Sektoren. Deshalb hat sich auch der Anteil dieses Sektors an der Gesamtbeschäftigung im Euroraum erhöht. Ende 2025 lag sein Anteil rund 0,8 Prozentpunkte höher als 2019 und fast so hoch wie bei seinem Höchststand im Jahr 2021.[1,2] In den letzten drei Jahren entfiel ein überproportional großer Anteil von mehr als einem Drittel des Beschäftigungswachstums im Euroraum auf die Daseinsvorsorge, obwohl dieser Bereich weniger als ein Viertel der Gesamtzahl der Erwerbstätigen ausmacht (siehe Abbildung A, Grafik a). Im vorliegenden Kasten wird dieser Beitrag aus zwei Perspektiven analysiert. Erstens wird das Gesundheitswesen als die treibende Kraft für den Beschäftigungsaufbau bei der Daseinsvorsorge identifiziert, und es wird argumentiert, dass dies einen strukturellen Trend widerspiegelt. Zweitens wird gezeigt, dass ein erheblicher Anteil der Arbeit in der Daseinsvorsorge, insbesondere im Gesundheits- und Sozialwesen, de facto vom nichtöffentlichen Sektor erbracht wird, da aufgrund der demografischen Entwicklung (alternde Bevölkerung) die Nachfrage nach stationärer Pflege und sozialen Diensten steigt. Die Bedeutung des Privatsektors für die Erbringung von Leistungen der Daseinsvorsorge rückt den zunehmenden Beitrag der Daseinsvorsorge zum Beschäftigungswachstum – und die damit verbundene Wahrnehmung eines wachsenden öffentlichen Sektors – ins rechte Licht. Zugleich kann es sein, dass viele der Arbeitsplätze im Bereich der Daseinsvorsorge, die aber im Privatsektor angesiedelt sind, teilweise vom Staat finanziert werden, etwa durch soziale Sachleistungen oder über die Pflegeversicherung. In dieser Analyse geht es jedoch darum, wer der Arbeitgeber dieser Beschäftigten ist, und nicht darum, inwieweit sich die Daseinsvorsorge im Staatshaushalt niederschlägt.

1 Eine detaillierte Charakterisierung der Beschäftigung im Bereich der Daseinsvorsorge während der Pandemie und anderer früherer Rezessionen findet sich bei Consolo und Dias da Silva (2022).

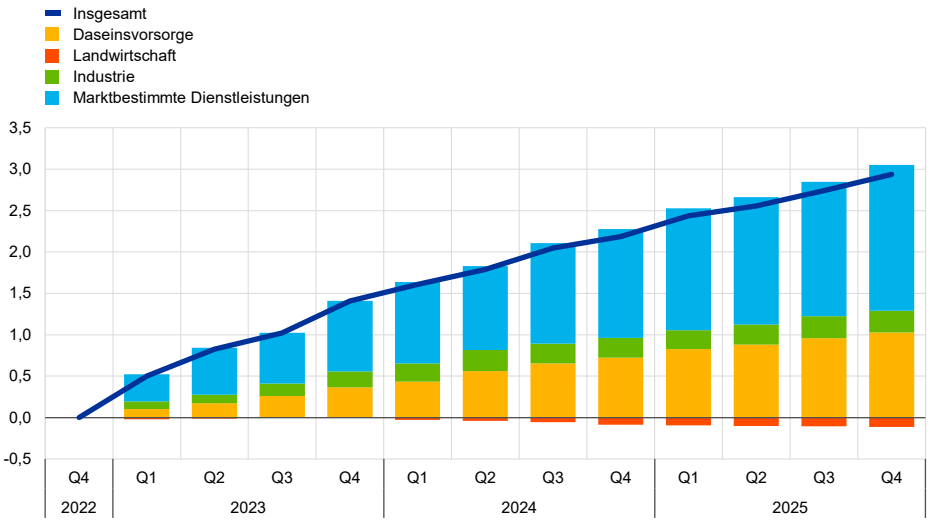
2 Der Höchststand 2021 ergab sich weitgehend aus mechanischen Einflüssen. Während in anderen Sektoren Anfang 2020 ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen war, blieb das Beschäftigungsniveau im Bereich der Daseinsvorsorge relativ stabil, bevor es dann nach der Pandemie wieder stark anstieg.

Abbildung A

Aufschlüsselung des Beschäftigungswachstums nach Sektoren

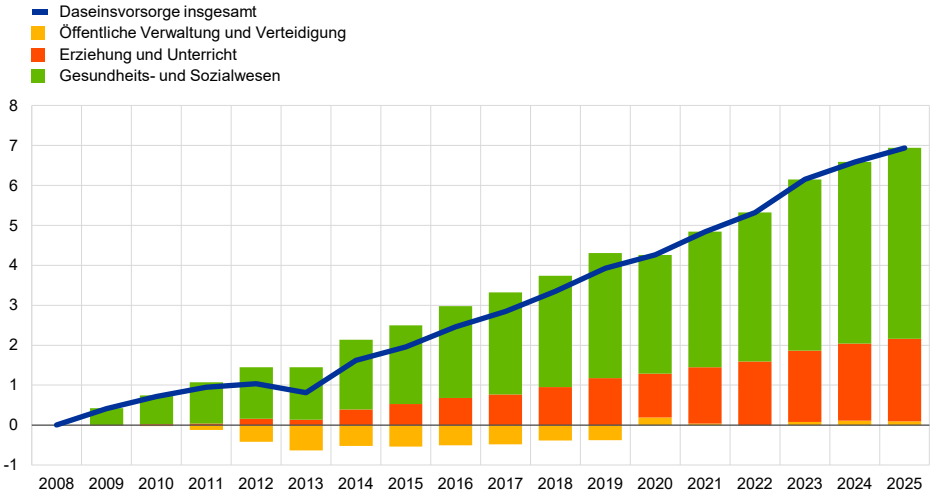
a) Beschäftigungswachstum insgesamt und Beitrag der einzelnen Sektoren

(Veränderung insgesamt in %; Beiträge der einzelnen Sektoren in Prozentpunkten)



b) Wachstum der Anzahl der Beschäftigten im Bereich der Daseinsvorsorge insgesamt und Beitrag der einzelnen Sektoren

(in Mio. Beschäftigten)



Quellen: Eurostat, EU-Arbeitskräfteerhebung von Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a zeigt das kumulierte Wachstum der Gesamtbeschäftigung im Vergleich zum vierten Quartal 2022. Gemäß der NACE-Klassifizierung auf einstelliger Gliederungsebene zählen folgende Bereiche zur Daseinsvorsorge: „Gesundheits- und Sozialwesen“, „Erziehung und Unterricht“ und „öffentliche Verwaltung und Verteidigung“. „Markbestimmte Dienstleistungen“ sind definiert als alle anderen Sektoren, die nicht unter „Daseinsvorsorge“, „Landwirtschaft“ oder „Industrie“ fallen. Grafik b zeigt das kumulierte Wachstum der Gesamtbeschäftigung im Bereich der Daseinsvorsorge im Vergleich zum Jahr 2008. Die Einordnung der jeweiligen Beiträge der einzelnen Sektoren erfolgt nach der einstelligen NACE-Klassifikation.

Für das Beschäftigungswachstum in der Daseinsvorsorge ist maßgeblich das Gesundheitswesen verantwortlich; dies ist jedoch weniger konjunkturell bedingt, sondern entspricht eher einem strukturellen Trend. Bei der Daseinsvorsorge leistete die Kategorie „Gesundheits- und Sozialwesen“ in den letzten Jahren den größten Beitrag zum Beschäftigungswachstum. Ihr durchschnittliches Jahreswachstum von rund 2 % in den vergangenen drei Jahren liegt deutlich über dem Wert von 0,8 % im Bereich „öffentliche Verwaltung und

Verteidigung“ und dem Wert von 1,2 % im Bereich „Erziehung und Unterricht“. Dies ist kein neues Phänomen. Von 2008 bis 2025 stieg die Anzahl der Beschäftigten im Bereich der Daseinsvorsorge um rund 6,9 Millionen. Davon waren 4,8 Millionen – fast 70 % – im Bereich „Gesundheits- und Sozialwesen“ tätig.[3] Der Bereich „Erziehung und Unterricht“ leistete einen geringeren Beitrag, während die Beschäftigung im Sektor „öffentliche Verwaltung und Verteidigung“ nahezu unverändert blieb (siehe Abbildung A, Grafik b). Dieser Trend zeigte sich auch in den OECD-Ländern: Die Beschäftigung im Gesundheits- und Sozialwesen wuchs in diesen Ländern über einem ähnlichen Zeitraum hinweg etwa doppelt so schnell wie in der übrigen Wirtschaft, und im Jahr 2023 belief sie sich auf ungefähr 11 % der Gesamtbeschäftigung.[4]

Gesundheitsdienstleistungen werden weitaus häufiger privat erbracht als Dienstleistungen in der öffentlichen Verwaltung oder in Erziehung und Unterricht. Leistungen der Daseinsvorsorge werden nicht unbedingt vom öffentlichen Sektor erbracht – eine Unterscheidung, die wichtig dafür ist, wie wir die Beschäftigungstrends in diesem Sektor interpretieren. In der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen gaben rund 85 % der in „Erziehung und Unterricht“ oder im Bereich „öffentliche Verwaltung und Verteidigung“ tätigen Befragten den öffentlichen Sektor als ihren institutionellen Arbeitgeber an (siehe Abbildung B, Grafik a). Im Bereich „Gesundheits- und Sozialwesen“ ergibt sich jedoch ein völlig anderes Bild. Dort gaben weniger als 40 % der Befragten an, für einen öffentlichen Arbeitgeber zu arbeiten (siehe Abbildung B, Grafik b). Da diese Anteile im Zeitverlauf relativ stabil sind, können sie als Näherungswert für den Beitrag des öffentlichen Sektors zum Gesamtwachstum der Beschäftigung bei der Daseinsvorsorge herangezogen werden.[5] Bei Anwendung der jeweiligen Anteile auf die einzelnen Teilsektoren kann nur rund die Hälfte der seit 2008 geschaffenen 6,9 Millionen Arbeitsplätze dem öffentlichen Sektor zugeordnet werden; die übrigen entfallen auf andere Arten von Anbietern (sowohl private als auch gemeinnützige). Allein im Gesundheits- und Sozialwesen dürften damit nur rund 1,9 Millionen Arbeitsplätze der insgesamt 4,8 Millionen neu geschaffenen Stellen im öffentlichen Dienst entstanden sein. Da viele der neuen Beschäftigten bei privaten und gemeinnützigen Unternehmen angestellt sind, hat sich die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Sektor – die ihren Höchststand im Jahr 2021 erreicht hatte und danach wieder gefallen war – im Verhältnis zur Gesamtbeschäftigung weitgehend stabilisiert. Allerdings gibt es erhebliche Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern. Der Anteil des öffentlichen Sektors an den Beschäftigten im Gesundheits- und Sozialwesen reicht

---

3 Die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten der Beschäftigung im Gesundheitswesen, in Erziehung und Unterricht und in der öffentlichen Verwaltung lagen im Zeitraum 2008-2019 bei rund 1,8 %, 1,0 % bzw. -0,3 %, was bestätigt, dass der stärkere Beschäftigungsaufbau im Gesundheitswesen bereits vor der Pandemie eingesetzt hatte.

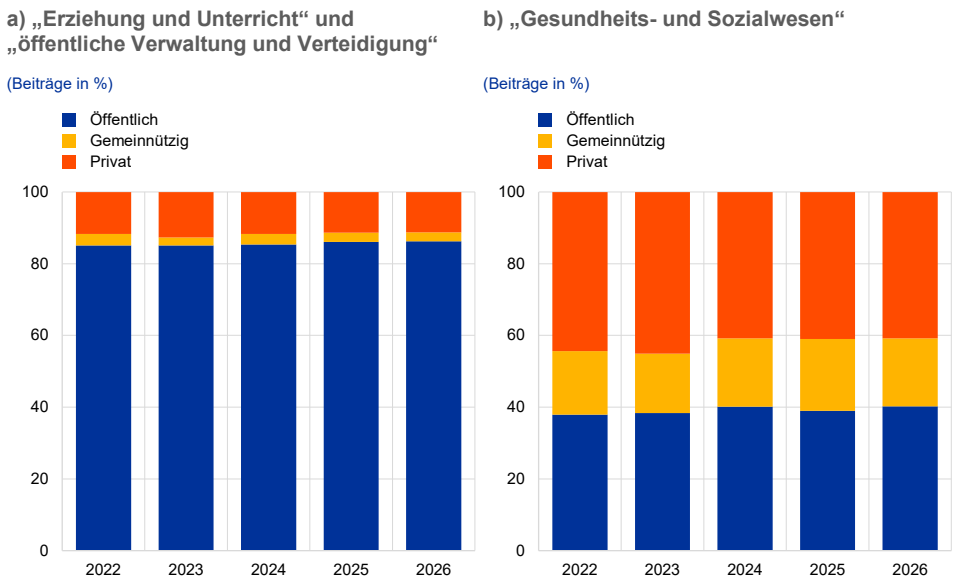
4 Weitere Informationen zu den neuesten Trends in den Volkswirtschaften der OECD finden sich in OECD (2025b).

5 Die Fragen zur Art des Arbeitgebers wurden ab 2022 in die EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen aufgenommen. Wir berechnen den durchschnittlichen Anteil des öffentlichen Sektors innerhalb der Teilsektoren der Daseinsvorsorge für den Zeitraum 2022-2026 und wenden diese Anteile auf die Beschäftigungsdaten der Arbeitskräfteerhebung an; diese reichen bis ins Jahr 2008 zurück. Zu beachten ist, dass hierbei unterstellt wird, dass bei neuen Arbeitsplätzen die Aufteilung zwischen öffentlichen und privaten Arbeitgebern ähnlich ist wie bei den bestehenden Beschäftigungsverhältnissen und dass die Mischung aus öffentlicher und privater Leistungserbringung seit 2008 weitgehend unverändert geblieben ist.

von ungefähr 64 % in Finnland bis zu rund 30 % in Deutschland und Belgien. Dies deutet darauf hin, dass der Anteil des öffentlichen Sektors am Beschäftigungszuwachs im Gesundheitswesen im Euroraum erheblich variiert.[6,7]

Abbildung B

Art des Arbeitgebers – Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen



Quellen: EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Ergebnisse sind gewichtet, um die Grundgesamtheit und nicht nur die Stichprobe der Umfrage abzubilden. Die entsprechende Frage der Umfrage lautet: „In welchem Sektor arbeiten Sie derzeit? Wenn Sie mehr als einen Arbeitsplatz haben, beantworten Sie die Frage bitte für den Arbeitsplatz, an dem Sie die meisten Stunden pro Woche arbeiten.“ Diese Frage wird jährlich im Mai im Themen-Modul zum Arbeitsmarkt gestellt.

Die im Bereich der stationären Pflege und der sozialen Dienste für ältere Menschen und Menschen mit Behinderungen erbrachten Leistungen verzeichnen ein erhebliches Wachstum, was das Altern der Gesellschaft widerspiegelt. Das innerhalb der Kategorie „Gesundheits- und Sozialwesen“ seit 2008 verzeichnete Wachstum ist nicht gleichmäßig verteilt. Es konzentrierte sich stärker auf die stationäre Pflege und die sozialen Dienste mit mehr als 2,6 Millionen neuen zusätzlichen Beschäftigten als auf den Bereich Gesundheit, der traditionellere medizinische Tätigkeiten abdeckt (mit rund 2,1 Millionen neuen zusätzlichen Beschäftigten). Eine genauere Betrachtung der Daten – insbesondere auf der Ebene der dreistelligen NACE-Klassifizierung – zeigt, dass der Großteil des Wachstums der stationären Pflege und der sozialen Dienste auf Tätigkeiten zurückzuführen ist, die direkt mit dem Altern zusammenhängen, d. h. Tätigkeiten im Zusammenhang mit der

6 Die Evidenz für Finnland steht im Einklang mit dem in den nordischen Ländern hohen Anteil der beim Staat Beschäftigten; siehe OECD (2025a).

7 Die Unterschiede zwischen den Ländern werden auch durch die Daten zu den Staatsausgaben bestätigt, aufgeschlüsselt nach der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates (COFOG). Gemessen am BIP sind die Gesundheitsausgaben länderübergreifend vergleichbar. In Deutschland etwa werden sie überwiegend durch soziale Sachleistungen bestimmt und nicht durch die Löhne und Gehälter der Beschäftigten. Dies steht im Einklang damit, dass Krankenhäuser hier vor allem privatwirtschaftliche Anbieter sind.

Pflege älterer Menschen und Behinderter (siehe Abbildung C, Grafik a).[8] Die länderübergreifende Evidenz steht weitgehend im Einklang mit der Feststellung, dass Volkswirtschaften, in denen der Anteil der über 65-Jährigen an der Gesamtbevölkerung stärker steigt, tendenziell ein kräftigeres Beschäftigungswachstum in diesen Wirtschaftszweigen verzeichnen (siehe Abbildung C, Grafik b).[9] In alternden Gesellschaften verändert sich also nicht nur die Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen, sondern diese steigende Nachfrage ist auch größtenteils außerhalb des öffentlichen Sektors festzustellen. Private Anbieter absorbieren einen Großteil dieser durch die demografische Entwicklung verursachten Nachfrage nach Arbeitskräften.

8 Die Sektoren der Alten- und Behindertenpflege ergeben sich aus der Summe der Teilsektoren Q873 („Altenheime; Alten- und Behindertenwohnheime“) und Q881 („Soziale Betreuung älterer Menschen und Behinderter“).

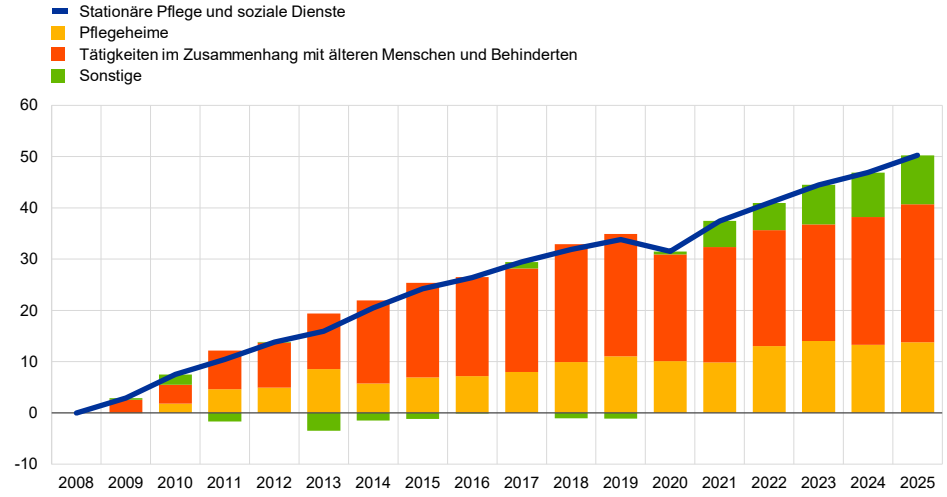
9 Zu beachten ist, dass es sich hierbei um eine konservative Charakterisierung handelt, da das Altern der Gesellschaft möglicherweise zum Teil auch das Beschäftigungswachstum in anderen, hier nicht erfassten Gesundheitsbereichen bestimmt.

Abbildung C

Beschäftigung im Bereich Alten- und Behindertenpflege

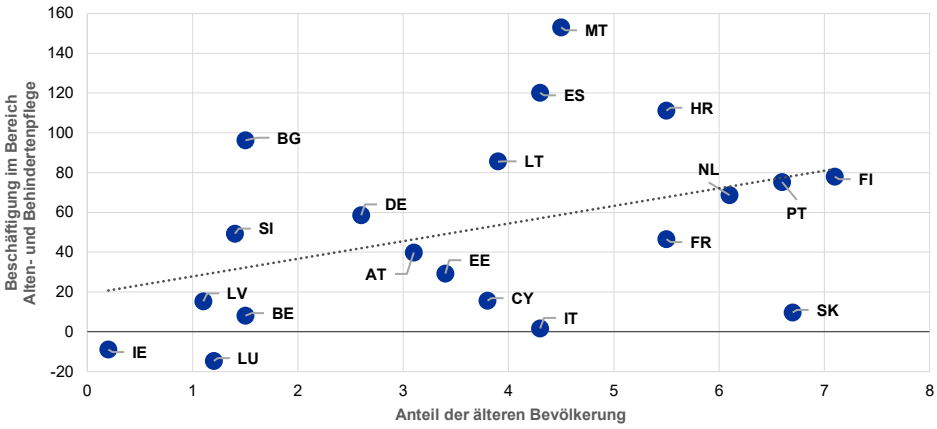
a) Beschäftigungswachstum in der stationären Pflege und in den sozialen Diensten, Beiträge nach Bereichen

(Veränderung insgesamt in %; Beiträge der einzelnen Bereiche in Prozentpunkten)



b) Veränderung der Beschäftigung im Bereich Alten- und Behindertenpflege und Anteil der älteren Bevölkerung

(x-Achse: in Prozentpunkten; y-Achse: prozentuale Veränderung)



Quellen: Eurostat, EU-Arbeitskräfteerhebung von Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a zeigt das kumulierte Wachstum seit 2008. Da für einige Länder ab 2008 keine Daten nach der NACE-Klassifizierung auf dreistelliger Gliederungsebene vorliegen, wird ihr Beitrag, falls keine entsprechenden Daten verfügbar sind, der Kategorie „Sonstige" zugeordnet, sodass es sich bei den orangefarbenen und gelben Balken effektiv um konservative Schätzungen handelt. In Grafik b werden die Veränderungen ab dem ersten Jahr, für das Informationen zur Beschäftigung im Bereich Alten- und Behindertenpflege vorliegen, bis 2025 berechnet. Das Muster bleibt bestehen, wenn nur die Länder berücksichtigt werden, für die ab 2008 Daten vorliegen. Der Begriff „Anteil der älteren Bevölkerung" ist definiert als der prozentuale Anteil der Bevölkerung, die 65 Jahre oder älter ist.

Das Altern der Gesellschaft führt zu einem dauerhaften Anstieg der Beschäftigung im Bereich der Daseinsvorsorge, allerdings größtenteils außerhalb des öffentlichen Sektors. Nicht die gesamte Beschäftigung im Bereich der Daseinsvorsorge sollte dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden: Das Gesundheits- und Sozialwesen ist die größte treibenden Kraft hinter dem im Bereich der Daseinsvorsorge zu verzeichnenden Beschäftigungszuwachs. Allerdings entfällt ein erheblicher Anteil der in diesem Bereich neu geschaffenen Arbeitsplätze de facto auf den Privatsektor. Zusammengenommen kann nur etwa die Hälfte der seit 2008

geschaffenen 6,9 Millionen Arbeitsplätze im Bereich der Daseinsvorsorge direkt dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden. Darüber hinaus scheint der Anstieg dieser Beschäftigungsart ein langfristiger struktureller Trend zu sein, der in engem Zusammenhang mit dem Altern der Gesellschaft steht und sich fortsetzen dürfte.

Literaturverzeichnis

Consolo, A. und Dias da Silva, A. (2022), Die Bedeutung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Covid-19-Krise, Kasten 1, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2022.

OECD (2025a), Government at a Glance 2025, OECD Publishing, Paris.

OECD (2025b), Health at a Glance 2025, OECD Publishing, Paris.

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

Davide Fantino, Alex Melemenidis, Richard Morris, Zsuzsanna Riedel und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 64 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewonnen hat.[1] Der Austausch fand überwiegend vom 28. September bis zum 7. Oktober 2026 statt.

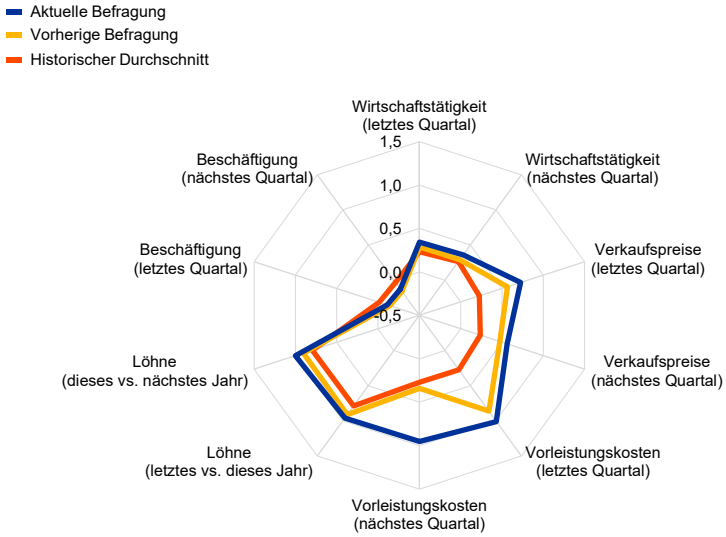
Den befragten Unternehmen zufolge nahm die Wirtschaftstätigkeit im dritten Quartal weiter moderat zu. Für das vierte Quartal wird eine unveränderte Dynamik erwartet (siehe Abbildung A und Abbildung B). Im verarbeitenden Gewerbe fiel die Aktivität uneinheitlich aus, wobei die Nachfrage nach Waren mit hoher Wertschöpfung aus den Bereichen Elektronik, elektrischen Ausrüstungen und dazugehörigen Maschinen sehr stark anstieg. Angesichts des zunehmenden Importwettbewerbs hatten indes viele andere Branchen weiterhin mit niedrigen, stagnierenden oder rückläufigen Volumina zu kämpfen. Auch die Wirtschaftstätigkeit im Baugewerbe und im Grundstücks- und Wohnungswesen verlor an Schwung. Der heiße und trockene Sommer belastete die Herstellung von landwirtschaftlichen Erzeugnissen und Nahrungsmitteln, erhöhte aber die Nachfrage nach Klimaanlagen, wodurch die Energieerzeugung anstieg. Der Einzelhandel und die damit verbundenen Transportdienstleistungen blieben relativ verhalten. Dagegen verzeichneten die meisten sonstigen unternehmensbezogenen und verbrauchernahen Dienstleistungen ein robustes Wachstum.

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

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)

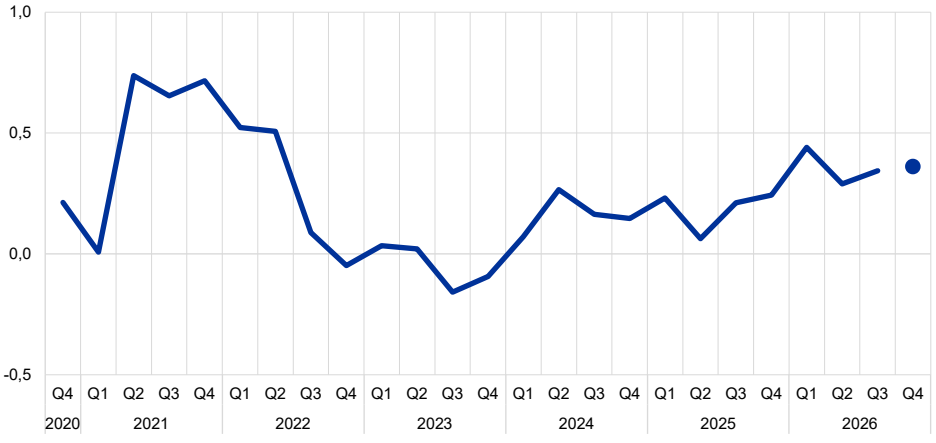


Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise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

Abbildung B

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



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

Die befragten Unternehmen zeichneten ein gemischtes, aber weiterhin überwiegend gedämpftes Bild der Konsumausgaben. Die Preissensitivität der

Verbraucherinnen und Verbraucher und der daraus resultierende Umstieg auf günstigere Produktvarianten wurden von den Einzelhändlern weiterhin als ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der Konsumdynamik wahrgenommen. Dies war insbesondere in Deutschland und Frankreich der Fall, wo die Verbraucherstimmung besonders schlecht war. Die befragten Unternehmen und Zulieferer im Gebrauchsgütersektor meldeten eine schwache bzw. rückläufige Nachfrage nach Möbeln und Haushaltsgeräten, die unter anderem auf gedämpfte Wohnungsbauinvestitionen zurückzuführen war. Die Nachfrage nach Unterhaltungselektronik (in Erwartung steigender Preise) und Pkws erhöhte sich dagegen. Bei den Pkws schlug sich dies im Zuge hoher Kraftstoffpreise in einer sprunghaft steigenden Nachfrage nach batteriebetriebenen Elektrofahrzeugen und in rasant zunehmenden Käufen von aus China importierten Hybridfahrzeugen nieder. Der Anstieg der Ausgaben für verbrauchernahe Dienstleistungen war den Befragten zufolge relativ robust, insbesondere bei digitalen Dienstleistungen (z. B. mobile Daten). Trotz der negativen Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten erwiesen sich die tourismusbezogenen Konsumausgaben als widerstandsfähig. Grund hierfür war, dass sich der Tourismus weg von Reisezielen in der Nähe der Konfliktgebiete verlagerte, wovon Reiseziele im Euroraum profitierten.

Bei den Unternehmensinvestitionen und -ausgaben waren die Wachstumstreiber zunehmend KI, Elektrifizierung, Verteidigung sowie Luft- und Raumfahrt. Allerdings verzeichneten viele Sektoren nach wie vor eine verhaltene Wirtschafts- und Investitionstätigkeit. Die Unternehmen aus den Bereichen Software und IT-Beratung meldeten ein anhaltendes, außergewöhnlich starkes Wachstum. Ausschlaggebend hierfür war, dass ihre Kunden die digitale Transformation vorantrieben, ihre bestehende Infrastruktur modernisierten, Cloud-Lösungen einführten und zunehmend KI in ihre Prozesse integrierten. Besonders stark war die Nachfrage im öffentlichen Sektor sowie in den Sektoren Verteidigung, Gesundheitswesen, Biowissenschaften, Technologie und Versorgung. Ein wichtiger Aspekt war die geopolitische Unabhängigkeit. So sind die Unternehmen zunehmend bestrebt, ihre Daten auf Servern innerhalb ihres eigenen Rechtsgebietes zu speichern. Den Maschinenbau-Exporten des Euroraums kam bereits der globale Bauboom im Zusammenhang mit Rechenzentren zugute. Auch im Euroraum nahm der Bau von Rechenzentren Fahrt auf. Geopolitische Bedenken stützten die sprunghaft steigende Nachfrage nach Ausrüstungen für Verteidigung sowie Luft- und Raumfahrt. Gleichzeitig sorgten hohe Öl- und Gaspreise sowie der Bau von Rechenzentren für eine zunehmende Nachfrage nach Infrastruktur für erneuerbare Energien. Die Wirtschaftstätigkeit und die Investitionen in der Stahlindustrie profitierten allmählich von den jüngsten politischen Änderungen, insbesondere von den strengeren Einfuhrquoten und -zöllen, die seit dem 1. Juli 2026 gelten. Andere Bereiche im verarbeitenden Gewerbe wie Nahrungsmittel, chemische Erzeugnisse, Textilien, Holz- und Zellstoff sowie Papier waren angesichts hoher Energie-, Arbeits- und Regulierungskosten und eines intensiven internationalen Wettbewerbs weiterhin mit einer schwachen Nachfrage konfrontiert. Deshalb schraubten sie ihre Investitionen zurück. Bedenken über die steigenden Staatsanleiherenditen und die in einigen Ländern bevorstehenden Wahlen belasteten auch die Geschäftsaussichten.

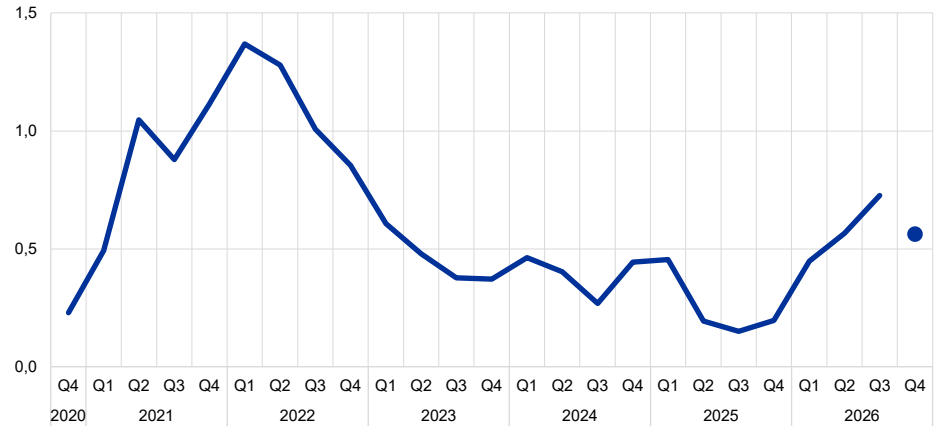
Die Beschäftigungsdynamik blieb verhalten. Unter dem Strich berichteten die befragten Unternehmen, dass der Personalbestand sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch – wenngleich in geringerem Maße – im Dienstleistungssektor gesunken sei. In den Bereichen des verarbeitenden Gewerbes, in denen strukturelle Kostensenkungen vorgenommen wurden, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, fiel der Beschäftigungsrückgang weiterhin kräftig aus. Dieser wurde jedoch zum Teil durch Zuwächse in Sektoren wie IT, Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und Energie sowie bei den jeweiligen Zulieferern ausgeglichen. Im Dienstleistungssektor sind die Beschäftigungsaussichten vielen Befragten zufolge stabil, da eine steigende Nachfrage durch Produktivitätsgewinne gedeckt werden könnte. Dabei wurde zunehmend KI als hilfreich angeführt. Unterdessen meldeten Personalagenturen einen nachlassenden Personalrückgang oder einen moderaten Personalzuwachs, wenngleich Letzterer hauptsächlich auf befristete statt unbefristete Beschäftigungsverhältnisse zurückzuführen war.

Den befragten Unternehmen zufolge zogen die Verkaufspreise im dritten Quartal angesichts eines unerwartet hohen Kostendrucks stärker an, während für das vierte Quartal mit einer leichten Abschwächung gerechnet wird (siehe Abbildung C). In den Bereichen Energie, Verkehr und Logistik fiel der Preisanstieg kräftig aus, da die Preise für Öl- und Gasprodukte infolge des anhaltenden Konflikts im Nahen Osten erhöht waren. Auch im Investitionsgütersektor wurden größtenteils deutliche Preissteigerungen beobachtet. Diese waren zum Teil einer starken Nachfrage und zum Teil Preisschüben bei Speicherchips infolge des KI-Booms und des damit verbundenen Baus von Rechenzentren zuzuschreiben. Obwohl die gesamtwirtschaftliche Preisdynamik stärker war als vor einigen Monaten erwartet, wird die Weitergabe von Kostensteigerungen infolge des Konflikts im Nahen Osten zunehmend schwieriger. So steigen die Kosten weiter oder bleiben erhöht, weil Absicherungsgeschäfte auslaufen und Verträge verlängert werden. In verbrauchernahen Sektoren war die Kostenweitergabe besonders schwierig und fiel begrenzter aus. Rund 90 % der Unternehmen aus verbrauchernahen Sektoren gaben an, dass die Kosten nur teilweise oder begrenzt auf die Verkaufspreise überwälzt würden, verglichen mit weniger als die Hälfte der befragten Unternehmen aus unternehmensnahen Sektoren (siehe Abbildung D). Als Hauptgründe wurden die schwache Nachfrage und der Wettbewerbsdruck angeführt. Dementsprechend wird damit gerechnet, dass sich der Anstieg der Verkaufspreise in den kommenden Monaten etwas abschwächen wird. Der Kostendruck wird jedoch vielen Unternehmen zufolge auch 2027 anhalten. Als Grund wurden das Auslaufen von Absicherungsgeschäften, steigende Preise für landwirtschaftliche Rohstoffe und die Weitergabe von Preissteigerungen seitens der Lieferanten genannt.

Abbildung C

Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Preisentwicklung

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)

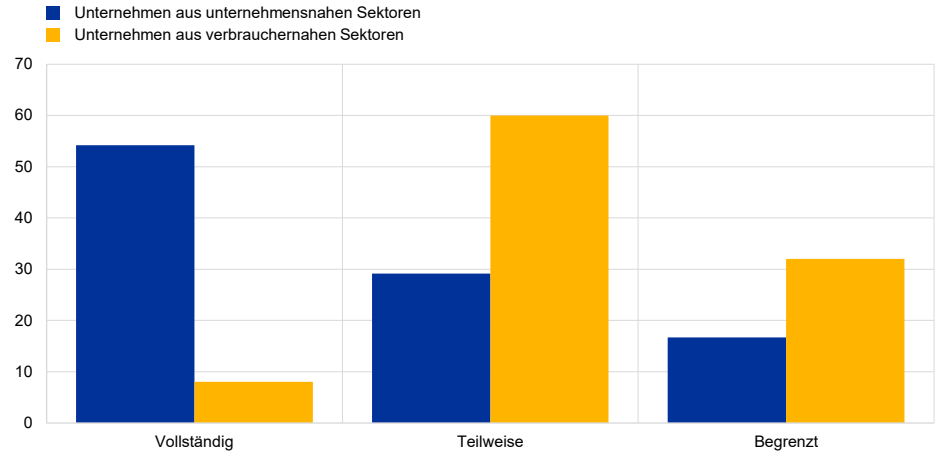


Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Verkaufspreise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine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

Abbildung D

Einschätzung der Weitergabe höherer Kosten infolge des Konflikts im Nahen Osten über die Verkaufspreise

(in % der Antworten)



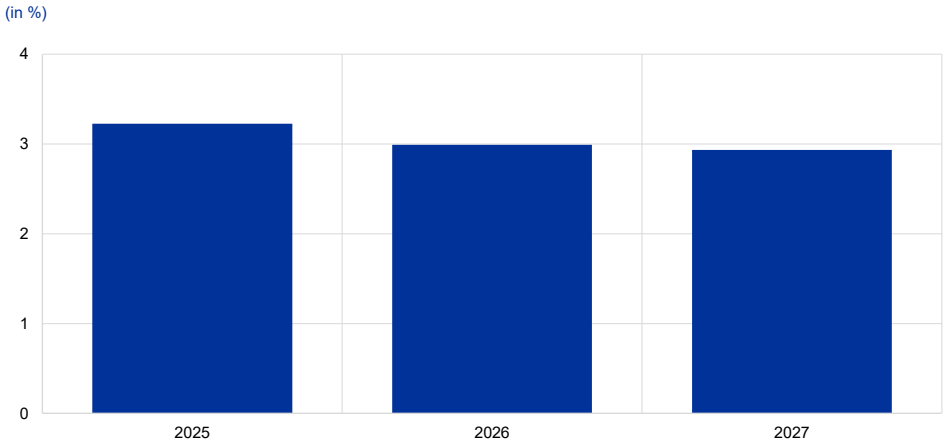
Quelle: EZB.

Die befragten Unternehmen rechneten damit, dass sich das Lohnwachstum etwas weniger stark abschwächt (siehe Abbildung E). Wie aus ihren quantitativen Angaben hervorgeht, erwarten sie im Schnitt, dass sich das Lohnwachstum von 3,2 % im Jahr 2025 auf 3,0 % im Jahr 2026 und 2,9 % im Jahr 2027 verlangsamen wird. Dies ist eine mildere Abschwächung als in früheren Befragungsrunden. Im Einklang damit waren rund 40 % der befragten Unternehmen der Ansicht, dass der durch den Konflikt im Nahen Osten verursachte Anstieg der Inflation zu höheren Lohnforderungen führen werde bzw. könnte (verglichen mit 20 % in der vorangegangenen Befragungsrunde). Die meisten Befragten rechneten

jedoch angesichts der gedämpften Wirtschaftslage und Beschäftigungsaussichten nach wie vor nicht mit nennenswerten Auswirkungen auf das Lohnwachstum.

Abbildung E

Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums



Quelle: EZB.
Anmerkung: Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor im Jahr 2025 und Erwartungen für die Jahre 2026 und 2027. Die Durchschnittswerte für 2025, 2026 und 2027 basieren auf den Angaben von 50, 55 bzw. 51 befragten Unternehmen.

Die befragten Unternehmen waren negativ überrascht, wie lange der Konflikt im Nahen Osten andauert, aber positiv überrascht, wie Unternehmen sich hierauf eingestellt haben. In dieser Befragungsrunde wurden die Unternehmen befragt, wie sie die Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten auf die Geschäftslage in ihrem Sektor einschätzen, und zwar im Vergleich zu ihren Erwartungen zu Beginn des Konflikts. Rund 40 % gaben an, dass die Wirtschaftstätigkeit in ihrem Sektor infolgedessen gesunken sei, während 20 % eine höhere Wirtschaftstätigkeit vermeldeten. Die meisten Befragten hoben jedoch hervor, dass sich der Konflikt auf die Kosten auswirke. Fast 80 % der Befragten berichteten, dass die Kosten gestiegen seien. Die Einschätzungen waren recht gleichmäßig verteilt zwischen jenen, die angaben, die Auswirkungen auf ihr Geschäft seien größer als erwartet und jenen, die berichteten, die Auswirkungen seien geringer als erwartet. Diejenigen, die der Ansicht waren, dass die Auswirkungen größer als erwartet seien, verwiesen tendenziell auf die Dauer des Konflikts. Dies steht im Gegensatz zu früheren Erwartungen einer rascheren Beilegung des Konflikts. Indessen verwiesen diejenigen, die der Ansicht waren, dass die Auswirkungen geringer als erwartet seien, auf die überraschende Widerstandsfähigkeit und Anpassungsfähigkeit der Unternehmen und ihrer Lieferketten. Einige führten dies darauf zurück, dass die Unternehmen nach einer Reihe von Schocks (Zölle, Pandemie und Krieg) in den vergangenen zehn Jahren neue Erkenntnisse gewonnen und sich angepasst hätten. Außerdem hätten sie entsprechende Informationssysteme eingerichtet.

Literaturverzeichnis

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

5 Bedeutung von Raffineriekosten und -margen für die am HVPI gemessene Teuerung bei Energie

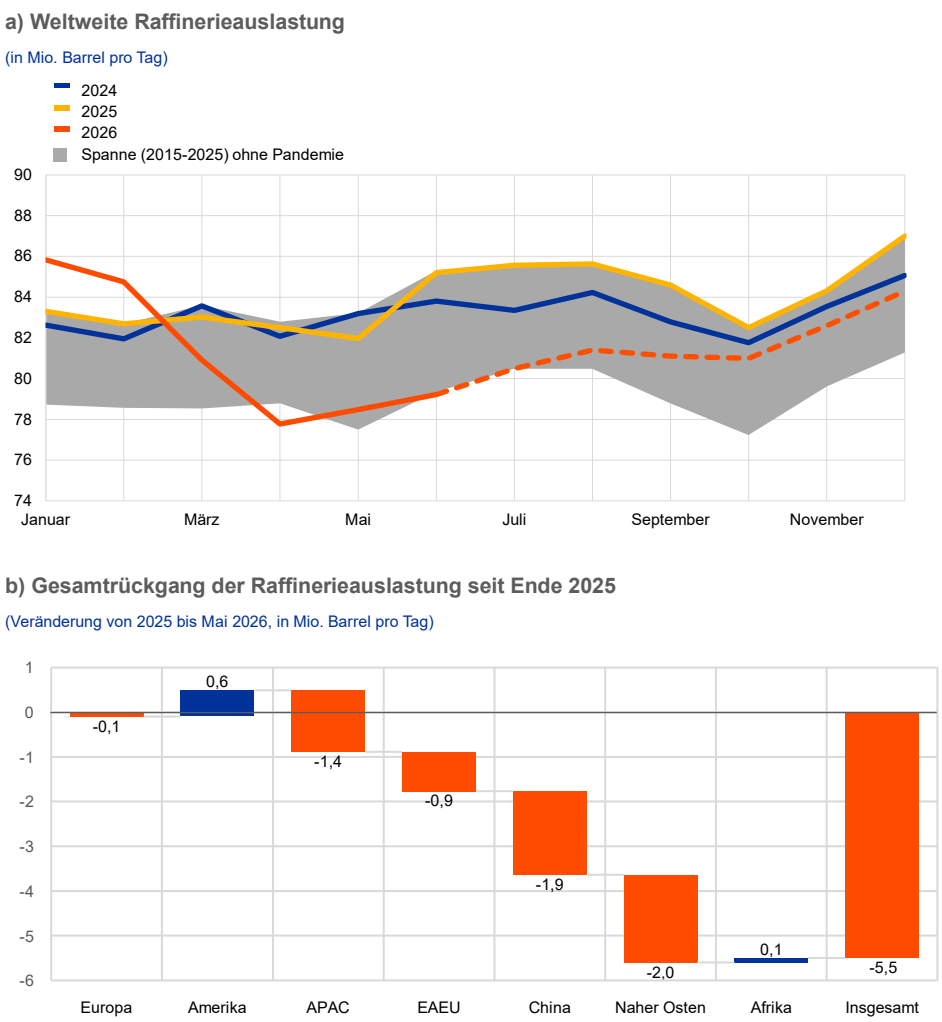
Filippo Durero, Umberto Maglione, Ana-Simona Manu, Aidan Meyler, Mario Porqueddu, Tito Quadri und Ieva Rubene

Vor dem Hintergrund erheblicher Unsicherheit wird die Energiepreisentwicklung nach wie vor durch den Konflikt im Nahen Osten geprägt. Die Preise für Brent-Rohöl für den nächstfälligen Liefertermin stiegen Ende Oktober auf über 110 USD je Barrel und lagen damit nahezu 60 % über dem Niveau vor Ausbruch des Konflikts. Da der Druck auf die Rohölpreise und deren Volatilität weiterhin erhöht sind, belasten die Angebotsengpässe aus dem Nahen Osten und die Produktionsausfälle aus Russland auch den weltweiten Raffineriebetrieb und das Angebot an raffinierten Mineralölprodukten. Dies treibt die Verbraucherpreise in die Höhe.

Die weltweite Raffinerieauslastung ist gegenüber den Vorjahren stark gesunken, was auf eine geringere Raffinerieaktivität im Nahen Osten, in Russland und in Asien zurückzuführen ist (siehe Abbildung A, Grafik a und b). Aufgrund der Sperrung der Straße von Hormus sank die Exportkapazität der Raffinerien im Nahen Osten, während asiatische Raffinerien Rohöl kostspielig ersetzen mussten, das sie üblicherweise aus der Golfregion beziehen. Ab März reduzierte auch China die Kraft- und Brennstoffexporte, um die inländische Versorgung zu sichern. Die erheblichen Kürzungen hielten bis Ende Juni an. Im Juli und August wurden die Beschränkungen jedoch vorübergehend gelockert. Zudem sind die Raffineriekapazitäten Russlands zuletzt nach einer Welle ukrainischer Angriffe auf die Energieinfrastruktur gesunken. Als Reaktion darauf verlängerte Russland seine Exportverbote für Diesel und Benzin bis Ende Januar 2027. Für Kraft- und Brennstoffproduzenten galt das Dieselexportverbot weiterhin bis zum 31. Oktober 2026, auch wenn es durch eine Liefervereinbarung mit den Vereinigten Staaten ab dem 10. Oktober teilweise gelockert wurde. Infolgedessen sanken die EU-Einfuhren von Dieselkraftstoff auf dem Seeweg bis Ende September um 56 % und die Einfuhren von Benzin um 52 % gegenüber dem Niveau vor Ausbruch des Konflikts, wobei die Substitutionsmöglichkeiten aus anderen Ländern begrenzt waren (siehe Abbildung A, Grafik c).

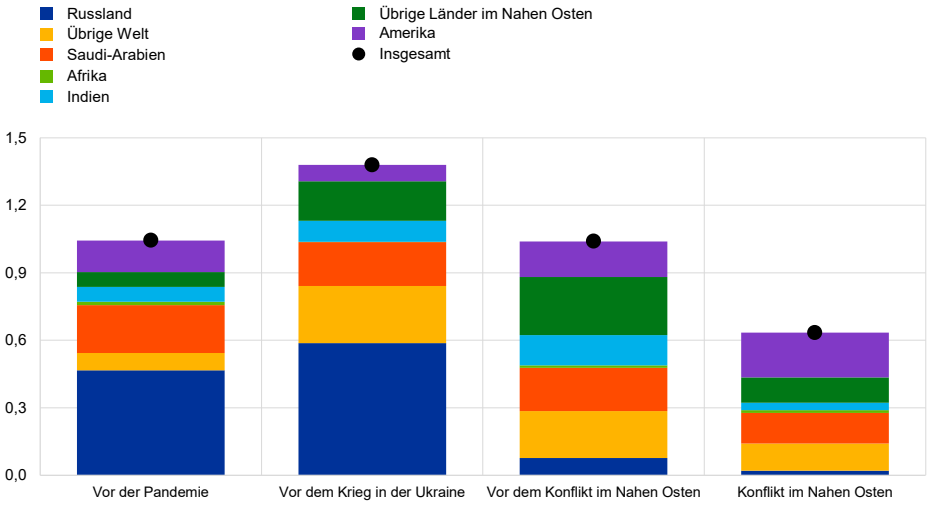
Abbildung A

Entwicklung der weltweiten Raffinerieauslastung und der EU-Einfuhren von Dieselkraftstoffen auf dem Seeweg



c) EU-Einfuhren von Dieselkraftstoffen auf dem Seeweg nach Ursprungsländern

(in Mio. Barrel pro Tag)



Quellen: Bloomberg, Internationale Energieagentur (IEA), LSEG, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a stellt die gestrichelte Linie die IEA-Prognosen dar. „Spanne (2015-2025) ohne Pandemie“ schließt den Zeitraum von März 2020 bis Dezember 2021 aus. In Grafik b steht „APAC“ für die Region Asien-Pazifik ohne China, den Nahen Osten und die EAEU-Region. „EAEU“ steht für die Eurasische Wirtschaftsunion (Russland und andere zentralasiatische Länder gemäß IEA-Klassifikation). In Grafik c bezieht sich „Übrige Länder im Nahen Osten“ auf den Nahen Osten ohne Saudi-Arabien, „Vor der Pandemie“ auf den Zeitraum vom 1. Januar 2018 bis zum 21. Februar 2020, „Vor dem Krieg in der Ukraine“ auf den Zeitraum vom 21. Februar 2020 bis zum 24. Februar 2022, „Vor dem Konflikt im Nahen Osten“ auf den Zeitraum vom 5. Februar 2023 (Beginn des EU-Embargos) bis zum 28. Februar 2026 und „Konflikt im Nahen Osten“ auf den Zeitraum seit dem 28. Februar 2026. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2026 (Grafik a und b; Monatswerte) bzw. den 30. September 2026 (Grafik c; Tageswerte).

Das eingeschränkte Angebot an Rohöl und raffinierten Mineralölprodukten hat weltweit zu einem anhaltenden Anstieg der Raffineriemargen und -kosten geführt, insbesondere bei Dieselkraftstoffen (siehe Abbildung B, Grafik a). Diese Entwicklung unterstreicht die Verflechtung der Märkte für flüssige Kraft- und Brennstoffe, wo sich Störungen in einer Region, wie etwa im Nahen Osten oder in Russland, auf die ganze Welt auswirken. Die erhöhten Raffineriemargen für Diesel (Crack-Spreads), die in Europa auf das etwa Dreifache des Niveaus vor Beginn des Konflikts im Nahen Osten gestiegen sind, spiegeln die weltweite Angebotsknappheit und die Unfähigkeit der regionalen Märkte wider, sich vollständig vor externen Schocks abzuschirmen (siehe Abbildung B, Grafik b).[1] Die Raffineriemargen für Benzin stiegen bis September ebenfalls an, schwächten sich aber im Oktober deutlich ab (siehe Abbildung B, Grafik c).

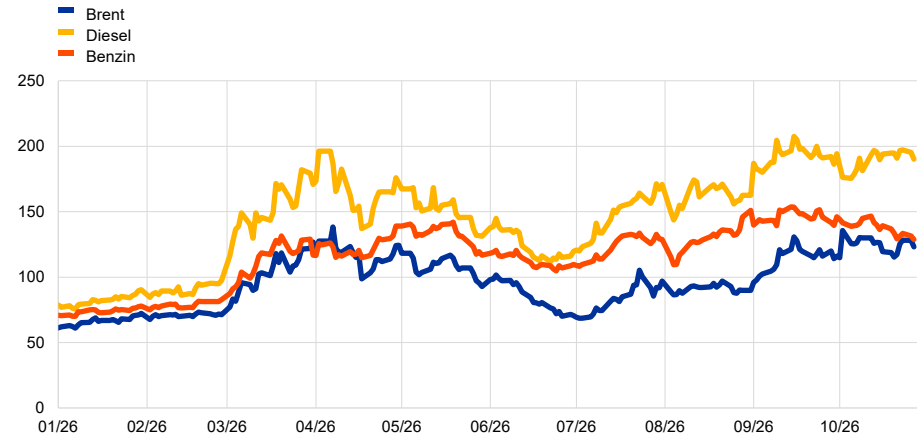
[1] Die Begriffe „Raffineriemargen“, „Raffineriekosten und -margen“ sowie „Crack-Spreads“ werden im vorliegenden Kasten synonym verwendet. Raffineriemargen werden als Differenz zwischen dem Preis für das raffinierte Mineralölprodukt und dem Rohölpreis berechnet. Dies umfasst die Kosten, die bei der Herstellung des raffinierten Mineralölprodukts anfallen, wie Versicherungs-, Transport- und Arbeitskosten, sowie einen Preisaufschlag auf die Produktionskosten.

Abbildung B

Jüngste weltweite Entwicklung der Preise für Rohöl und raffinierte Mineralölprodukte sowie der Raffineriekosten und -margen

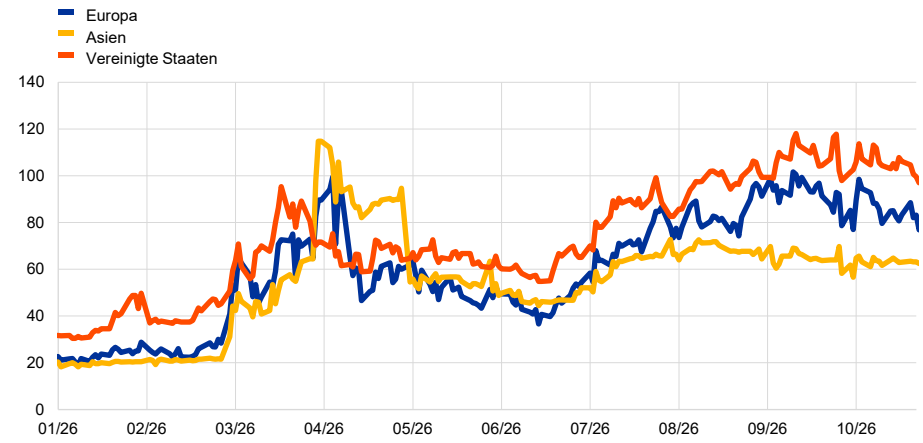
a) Preise für Rohöl der Sorte Brent, für Benzin und Dieselkraftstoff in Europa

(in USD je Barrel)



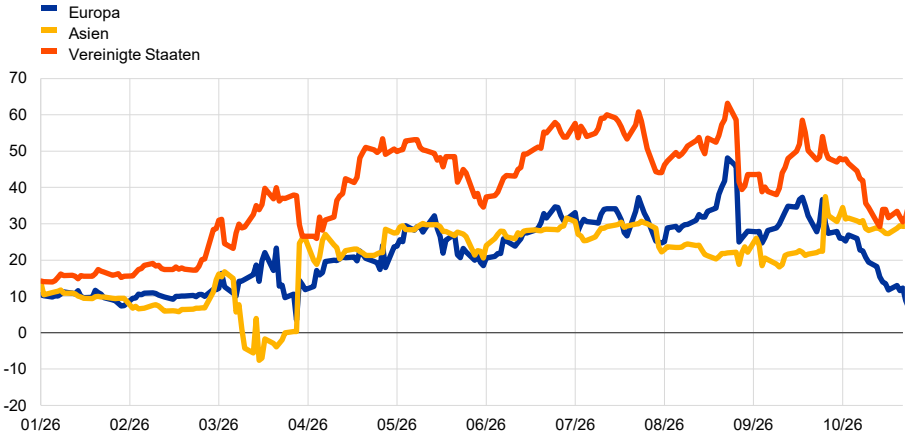
b) Raffineriekosten und -margen für Dieselkraftstoff (Crack-Spreads)

(in USD je Barrel)



c) Raffineriekosten und -margen für Benzin (Crack-Spreads)

(in USD je Barrel)



Quellen: Bloomberg, LSEG, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a stellen alle Zeitreihen physische Preise/Kassapreise dar. In Grafik b und c sind die Raffineriemargen für Dieselkraftstoff und Benzin abgebildet, berechnet als Mineralölproduktpreise abzüglich des regionalen Rohöl-Referenzpreises. Für alle Zeitreihen wird der nächstfällige Terminkontrakt verwendet. Bei europäischen Spreads werden ARA-Gasoil mit sehr niedrigem Schwefelgehalt und Eurobob-Benzin gegenüber Brent-Rohöl verwendet. Asiatische Spreads verwenden Singapore 10 ppm Gasoil und 92-RON-Benzin gegenüber Dubai-Rohöl. US-Spreads verwenden New York Harbor ULSD und RBOB-Benzin gegenüber West-Texas-Intermediate-(WTI-)Rohöl. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. Oktober 2026.

Zusätzlich zu einigen strukturellen Verschiebungen haben sich die Raffineriemargen im Euroraum in realer Rechnung seit 2020 erhöht und dabei volatil entwickelt (siehe Abbildung C, Grafik a). Die Raffineriemargen gingen im Jahr 2020 während der Covid-19-Pandemie zurück. Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine erholten sie sich deutlich und erreichten Anfang 2023 einen Höchststand, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder auf ihr Vorpandemieniveau sanken. Seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten sind die Raffineriemargen erneut kräftig gestiegen. Dieser erhöhten Volatilität ging ein allmählicher Anstieg der Raffineriemargen in den vergangenen zwei Jahrzehnten voraus, der auf strukturelle Verschiebungen in diesem Sektor zurückzuführen war.[2] In der Vergangenheit stiegen die Margen nur kurzfristig sprunghaft an, da sich daraus der Anreiz ergibt, das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wiederherzustellen und den Produktmix der Raffinerien anzupassen. Die aktuelle Störung könnte schwerwiegender und langsamer zu beheben sein.

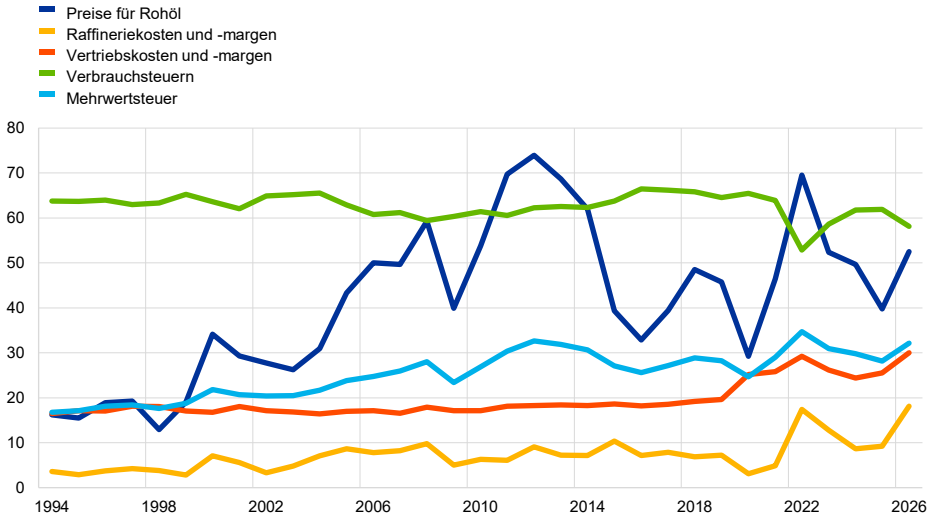
[2] Die Raffineriemargen sind im Zeitverlauf in nominaler Rechnung gestiegen. Bis 2003 waren sie mit rund 4 USD je Barrel für Benzin und Diesel sehr niedrig. Danach erhöhten sie sich im Zuge der wachsenden Anspannung an den Raffineriemärkten, die durch die aufkommende Nachfrage aus China bedingt war. Im Zeitraum von 2004 bis 2021 lagen die Margen im Schnitt bei rund 10 USD je Barrel (wobei die Margen für Diesel in der Regel etwas größer waren als für Benzin). Seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine liegen die Margen bei durchschnittlich rund 14 USD je Barrel für Benzin und 28 USD je Barrel für Diesel.

Abbildung C

Entwicklung der Preise für flüssige Kraft- und Brennstoffe für Verkehr und Heizung

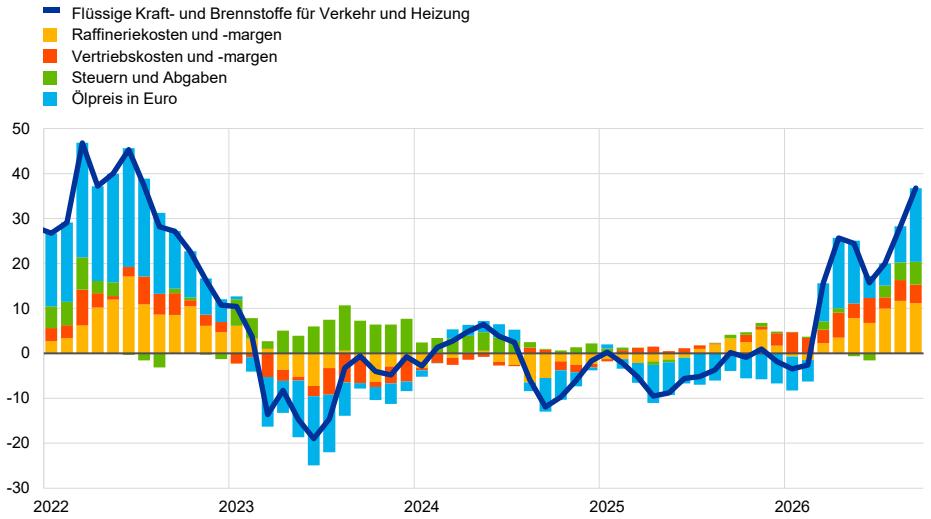
a) Preisbestandteile flüssiger Kraft- und Brennstoffe in realen Werten

(2026 Eurocent je Liter)



b) Aufschlüsselung des Preisanstiegs bei flüssigen Kraft- und Brennstoffen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, LSEG, Europäische Kommission (Weekly Oil Bulletin – WOB) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Preise für flüssige Kraft- und Brennstoffe werden als gewichteter Durchschnitt der Preise für Kraftstoffe (Diesel und Benzin) und Heizöl basierend auf HVPI-Gewichten berechnet. In Grafik a sind die einzelnen Bestandteile in 2026 Eurocent je Liter angegeben (deflationiert um die HVPI-Inflation). Die Angaben für 2026 beziehen sich auf das Jahr bis zum 28. Oktober 2026. In Grafik b beziehen sich die jüngsten Angaben auf September 2026.

Seit der Pandemie und dem Einmarsch Russlands in die Ukraine haben sich auch Veränderungen bei der Entwicklung der Vertriebskosten und -margen sowie beim Steueranteil an den Preisen für flüssige Kraft- und Brennstoffe ergeben. Die Vertriebskosten und -margen stiegen 2020 in realer Rechnung an, was möglicherweise dadurch bedingt war, dass die integrierten Ölkonzerne den Rückgang der Absatzmengen und Raffineriemargen ausgleichen wollten, bewegen sich aber seit 2022 im Gleichlauf mit den Raffineriemargen und liegen weiterhin auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie. Seit 2022 wurde diese Entwicklung

zum Teil durch Änderungen bei den Verbrauchsteuern ausgeglichen. Nachdem die Verbrauchsteuern bis 2022 in realer Rechnung weitgehend stabil geblieben waren, wurden sie 2022 und 2023 verringert. Im Jahr 2026 fiel der Rückgang der Verbrauchsteuern, der auf die finanzpolitischen Maßnahmen zur Eindämmung des Energiepreisanstiegs zurückzuführen ist, verglichen mit dem Anstieg der Preise für Rohöl sowie der Raffinerie- und Vertriebsmargen gering aus.[3]

Für die Verbraucherpreise waren Veränderungen der Raffineriemargen – vor allem in Energiekrisen – bisweilen fast genauso wichtig wie die Entwicklung der Rohölpreise (siehe Abbildung C, Grafik b). Seit Ende Februar 2026 sind die Raffineriemargen deutlich gestiegen, wodurch sich der Preisauftrieb bei flüssigen Kraft- und Brennstoffen für Verkehr und Heizung verstärkt hat.[4] Angesichts ihrer Bedeutung für die HVPI-Inflation ist es sinnvoll, diese Dynamik in Prognosemodellen abzubilden. Eine Echtzeit-Prognoseevaluation mit dem EZB-Energiemodell für die Projektion der kurzfristigen Inflation (Short-Term Inflation Projection – STIP) legt nahe, dass der Einsatz von Finanztermingeschäften zur Prognose der Preise für flüssige Kraft- und Brennstoffe für Verkehr und Heizung im Euroraum etwas bessere Ergebnisse liefert; dies gilt insbesondere für Zeithorizonte von drei bis elf Monaten bezogen auf den gesamten Stichprobenzeitraum und von einem Monat für die Zeit vor der Pandemie (bis 2019).[5] In der Hochinflationsphase ist die höhere Prognosegüte weniger gut erkennbar, da die spätere Preisentwicklung in dieser Zeit in den Terminpreisen generell unterschätzt wurde.

Das STIP-Energiemodell zeigt, dass Raffineriemargen den Energiepreisanstieg signifikant beeinflussen können. Im Rahmen des Modells wurden zwei verschiedene Datensätze und Annahmen zugrunde gelegt: zum einen die Annahmen für Rohöl, Gas sowie raffinierten Diesel und Benzin zum Stichtag für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2026 (21. Mai 2026); zum anderen die neuen Daten und dieselben Annahmen auf Basis des Stichtags für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2026 (19. August 2026). In beiden Fällen wurden die an den Finanzmärkten geltenden Terminkurse für raffinierte Mineralölprodukte zur Erstellung des Inflationsausblicks herangezogen. Auch wenn in den September-Projektionen von niedrigeren Ölpreisen ausgegangen wurde, fällt der Energiepreisanstieg dort höher aus, was vor allem auf höhere Raffineriekosten und Raffineriemargen zurückzuführen ist (siehe Abbildung D, Grafik a und b).

---

3 Da die Mehrwertsteuer prozentual erhoben wird, variiert der Mehrwertsteueranteil in Eurocent je Liter abhängig von der Summe der übrigen Komponenten (Rohölpreise, Raffinerie- und Vertriebsmargen sowie Verbrauchsteuern), auch wenn der Mehrwertsteuersatz konstant ist.

4 Siehe Kuik et al. (2026). Eine ähnliche Aufschlüsselung im Jahr 2022 findet sich in Kuik et al. (2022).

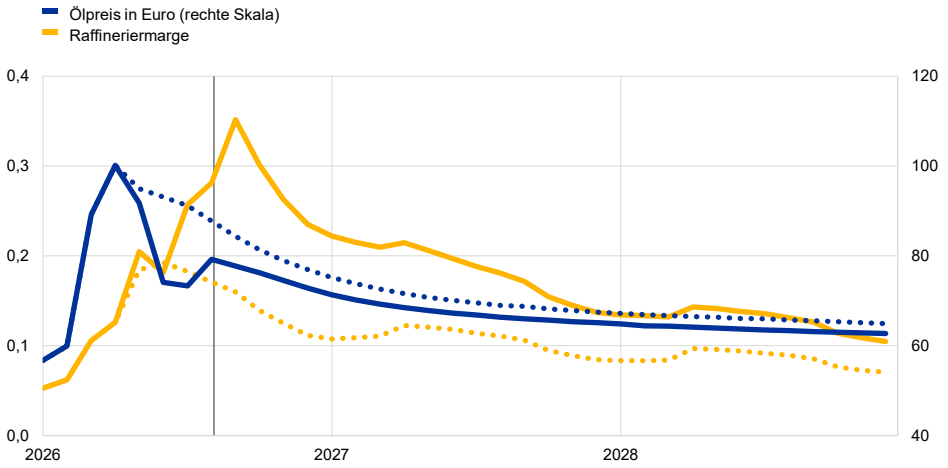
5 Das für die Bewertung verwendete STIP-Energiemodell wird in Bańbura et al. (2025) erläutert.

Abbildung D

Potenzielle Bedeutung der Raffineriemargen für die Inflationsaussichten der am HVPI gemessenen Teuerung bei Energie

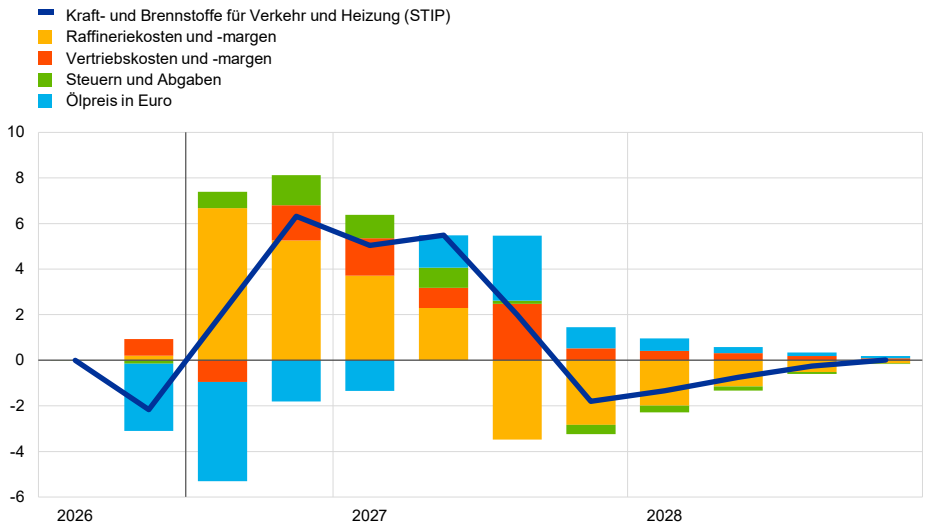
a) Annahmen für das STIP-Energiemodell

(linke Skala: in € je Liter; rechte Skala: in € je Barrel)



b) Revidierte Inflationsprognose des STIP-Energiemodells für flüssige Kraft- und Brennstoffe für Verkehr und Heizung: Auswirkungen von Daten und Änderungen der Annahmen zwischen den Projektionen vom Juni und September 2026

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, LSEG, Europäische Kommission (WOB) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a vergleicht die Annahmen zum Stichtag für die Projektionen vom September 2026 (19. August 2026, durchgezogene Linien) mit jenen zum Stichtag für die Projektionen vom Juni 2026 (21. Mai 2026, gepunktete Linien). Grafik b zeigt die Revision der prognostizierten Jahresänderungsrate zwischen den beiden Stichtagen. Die durchgezogenen vertikalen Linien in den beiden Grafiken beziehen sich auf die jüngsten verfügbaren Angaben in den Projektionen vom September 2026.

Diese Erkenntnisse erklären, warum die Fachleute der EZB und des Eurosystems die Preisentwicklung von Dieselkraftstoff und Benzin in ihren Projektionen genau beobachten. So werden seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten die an den Finanzmärkten geltenden Terminkurse für Benzin und Dieselkraftstoff zur Erstellung der Projektionen herangezogen, um sicherzustellen, dass alle relevanten Informationen berücksichtigt werden, die für eine angemessene Beurteilung der Inflationsaussichten und der künftigen Risiken erforderlich sind.

Literaturverzeichnis

Bańbura, M., Bobeica, E., Giammaria, A., Porqueddu, M. und van Spronsen, J. (2025), A new model to forecast energy inflation in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 3062.

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

Europäische Zentralbank (2026b), Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, September 2026.

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.

6 Künstliche Intelligenz und europäische Unternehmen: Kosten der marktbasierten Finanzierung

Irene Ferrari, Sofia Gori, Johannes Groß, Fabian Schupp und Sigurd Steffensen

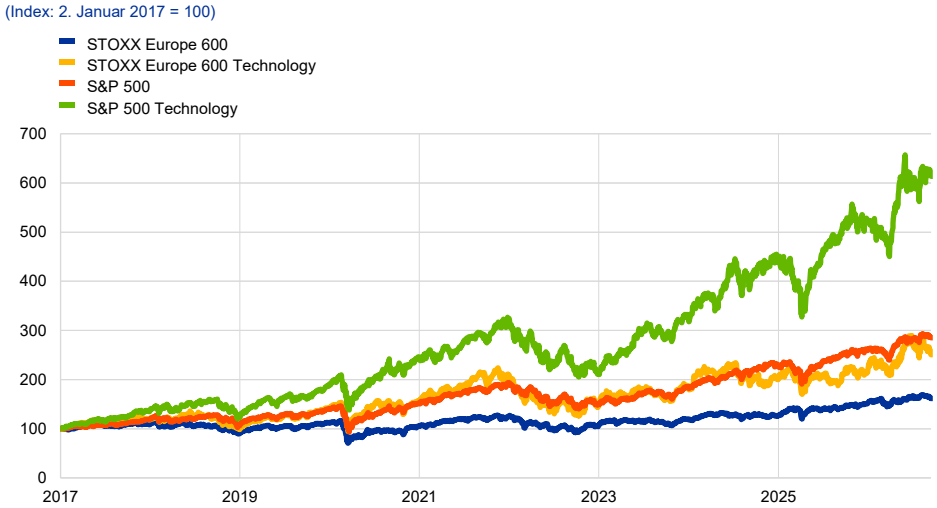
Seit Ende 2022 dominiert das Anlagethema künstliche Intelligenz (KI) die globalen Finanzmärkte, wobei Aktien des Technologiesektors eine überdurchschnittliche Performance zeigen (siehe Abbildung A). Besonders deutlich erkennbar ist diese in den Vereinigten Staaten, wo eine kleine Gruppe von Hyperscalern die Entwicklung anführt. Aber auch europäische Unternehmen, die im Ausbau der globalen KI-Infrastruktur vorgelagerte Positionen besetzen, partizipieren an dieser Entwicklung. Der Einfluss von KI auf die Märkte geht jedoch über den engen Kreis der Infrastrukturanbieter hinaus und reicht auch weiter in die Vergangenheit zurück. Viele Unternehmen integrieren KI in ihre Geschäftsabläufe, indem sie Produkte mit KI-Funktionen entwickeln oder KI-gestützte Prozesse zur Steigerung der Produktivität einführen.[1] Im vorliegenden Kasten wird daher eine neue, auf Unternehmensebene funktionierende Messgröße für die KI-Exponiertheit eingeführt. Abgeleitet wurde sie aus KI-bezogenen Diskussionen in den Transkripten von Earnings Calls (Telefon- oder Videokonferenzen, in denen börsennotierte Unternehmen über ihre Finanzkennzahlen berichten). Anhand dieses Indikators wird untersucht, wie sich die KI-Exponiertheit europäischer Unternehmen in ihren Aktienrenditen und Renditeaufschlägen von Unternehmensanleihen widerspiegelt.[2]

1 Siehe z. B. Acemoglu und Restrepo (2020) sowie Babina et al. (2024).

2 Auch die KI-Exponiertheit von US-Unternehmen wurde bereits mithilfe von Earnings Calls gemessen (siehe Ca' Zorzi et al., 2025).

Abbildung A

Entwicklung des STOXX Europe 600 und des S&P 500 sowie ihrer Technologie-Subindizes



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Entwicklung von europäischen und US-amerikanischen Benchmark-Aktienindizes und deren Technologie-Subindizes im Zeitverlauf. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. September 2026.

Unternehmen werden als KI-exponiert eingestuft, wenn sie KI in ihren Earnings Calls mit der Bereitstellung von Infrastruktur, der Produktentwicklung oder der Optimierung von Geschäftsprozessen und Produktivität in Verbindung bringen.[3] Die genannten Kriterien finden auf alle im STOXX Europe 600 vertretenen Aktien Anwendung. Sie erfassen nicht nur Anbieter von KI-Technologien, sondern auch Unternehmen aus allen Sektoren, die künstliche Intelligenz in ihre Produkte und ihr operatives Geschäft integrieren. Darüber hinaus berücksichtigt der Ansatz die beständige Weiterentwicklung der KI: Da die Technologie immer weiter ausreift und sich sektorübergreifend verbreitet, verlagert sich die Berichterstattung der Unternehmen entsprechend. Folglich kann eine aus kontemporären Aussagen abgeleitete Messgröße diese Entwicklung nachvollziehen. Das ist insofern wertvoll, als es für die Analyse einer zeitnahen Erfassung KI-bezogener Meldungen bedarf. Entsprechend wird die KI-Exponiertheit für die Zeit seit 2017 vierteljährlich gemessen und als zeitvariabel aufgefasst. So können in der Analyse sowohl die Heterogenität der Unternehmen als auch sektorspezifische Schwankungen im Zeitverlauf berücksichtigt werden.[4]

Der Anteil der KI-exponierten Unternehmen ist seit 2022 merklich gestiegen, wobei KI in den Earnings Calls überwiegend als Quelle von Produktinnovationen und Wachstum genannt wird (siehe Abbildung B). 75 %

[3] Der Ansatz ist an Ferrari et al. (2026) angelehnt. Der vom Autorenteam entwickelte Prompt ermöglicht eine Multi-Label-Klassifizierung, verknüpft KI-Definitionen mit dem Zeitpunkt des jeweiligen Earnings Call und begründet jede einzelne Feststellung gesondert. Dies erleichtert die Interpretation und verbessert die Entscheidungsqualität. Unternehmen könnten aber auch geneigt sein, die Wahrnehmung der Analysten zu beeinflussen, wenn sie bei ihren Earnings Calls die KI-Nutzung thematisieren. Daher enthält das Modell einen Schutzmechanismus gegen „KI-Washing“, der vage, nicht explizit leistungsbezogene Aussagen ausschließt.

[4] Die Messgröße korreliert stark mit der etablierten sektoralen Klassifizierung von Calvino et al. (2024). In dieser werden Indikatoren für KI-Humankapital, KI-Innovationen, barrierebereinigte Exponiertheit und KI-Nutzung verknüpft.

der Earnings Calls, in denen KI erwähnt wird, beziehen sich auf Produktinnovationen oder Wachstumschancen ausgehend von einem KI-gestützten Produktangebot. 50 % thematisieren dagegen KI-bedingte Produktivitätssteigerungen. Teilweise werden auch beide Punkte berührt. Zwischen den einzelnen Sektoren und im Zeitverlauf zeigen sich deutliche Unterschiede: IT-Unternehmen sprachen bereits im Jahr 2017 über KI-bezogene Produktinnovationen, wohingegen Unternehmen aus anderen Sektoren im Wesentlichen erst seit der Einführung von ChatGPT Ende 2022 auf KI-bedingte Produktivitätssteigerungen verweisen. Dieser Befund steht im Einklang mit den Ergebnissen der EZB-Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Euroraum vom Juni und Dezember 2025. Diese belegen eine eher innovationsorientierte Nutzung von KI im IT-Sektor und eine stärkere Betonung der Kostenreduzierung im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Handel und bei sonstigen Dienstleistungen.[5]

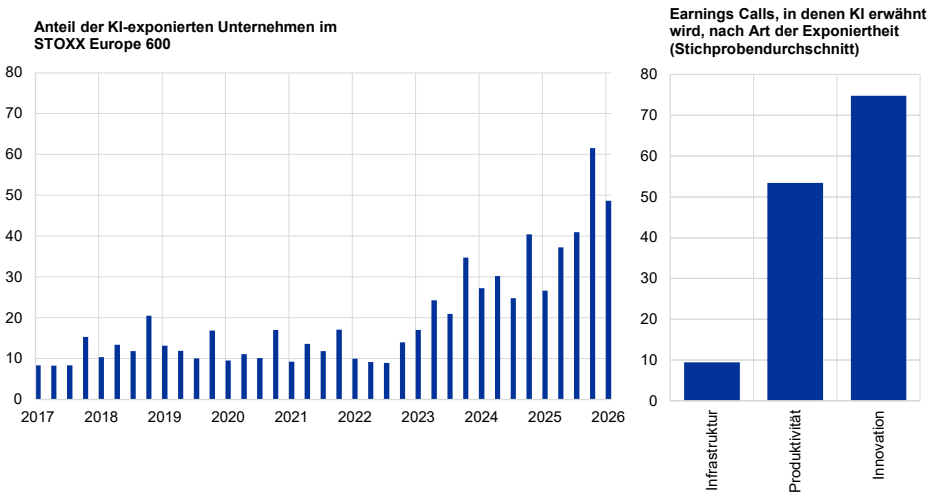
[5] Siehe Ferrando et al. (2026). Die entsprechenden Umfrageergebnisse der EZB deuten auch auf eine rasche, jedoch ungleichmäßige Verbreitung von KI hin: Rund drei Viertel der 2024 befragten großen Unternehmen im Euroraum berichteten, KI in ihrer Geschäftstätigkeit einzusetzen (Bergeaud et al., 2025). Ergänzende Belege aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen zeigen, dass sich der Anteil der Erwerbstätigen, die meldeten, KI am Arbeitsplatz zu nutzen, in der Zeit von 2024 bis 2026 etwa verdoppelt hat, wobei für die einzelnen Berufsgruppen und Merkmale der Erwerbstätigen erhebliche Unterschiede zutage traten (Dias da Silva et al., 2026).

Abbildung B

Anteil der KI-exponierten Unternehmen im STOXX Europe 600 und Aufschlüsselung nach Art der KI-Exponiertheit

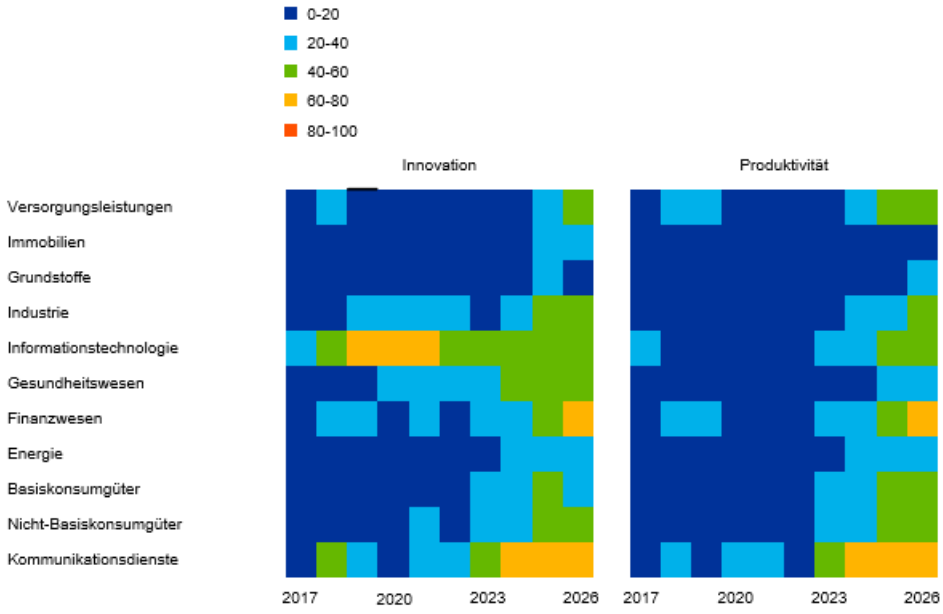
a) Gesamtanteil

(in %)



b) Anteil nach Exponiertheit bei Innovationen und Produktivität

(in %)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Stichprobe umfasst alle im STOXX Europe 600 vertretenen Unternehmen und erstreckt sich auf den Zeitraum vom ersten Quartal 2017 bis zum zweiten Quartal 2026. Grafik a: Vierteljährlicher Anteil der Earnings Calls, in denen KI erwähnt wird (links), und Aufschlüsselung der Earnings Calls, in denen KI erwähnt wird, nach Art der KI-Exponiertheit im Stichprobenzeitraum (rechts). Grafik b: Jährlicher Anteil der Unternehmen in den Sektoren des Global Industry Classification Standard, die Exponiertheit bei Innovationen (links) und Produktivität (rechts) anführen. Der Anteil für das Jahr 2026 wird anhand der Anteile für das erste und zweite Quartal näherungsweise ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Aus theoretischer Sicht ist unklar, ob die KI-Exponiertheit die Finanzierungskosten der Unternehmen steigert oder verringert. Die Einführung von KI könnte sich positiv auf den erwarteten Cashflow auswirken, das

Bewertungsniveau von Aktien erhöhen und das wahrgenommene Kreditrisiko reduzieren. Das gilt aber nur dann, wenn die Anleger davon überzeugt sind, dass die Unternehmen echte Fortschritte erzielen und nicht nur unbelegte Behauptungen aufstellen. Aus Finanzierungssicht erfordert die KI-Einführung häufig erhebliche Vorlaufinvestitionen, die sich auf immaterielle Vermögenswerte mit begrenztem Sicherheitenwert konzentrieren. Hierdurch könnten sich die Finanzierungskosten erhöhen. Da die genannten Mechanismen parallel wirken, wird untersucht, ob die Exponiertheit gegenüber KI systematisch dazu führt, dass die Aktienrenditen und Anleihefinanzierungskosten von denen anderer Unternehmen (ohne KI-Exponiertheit) abweichen.

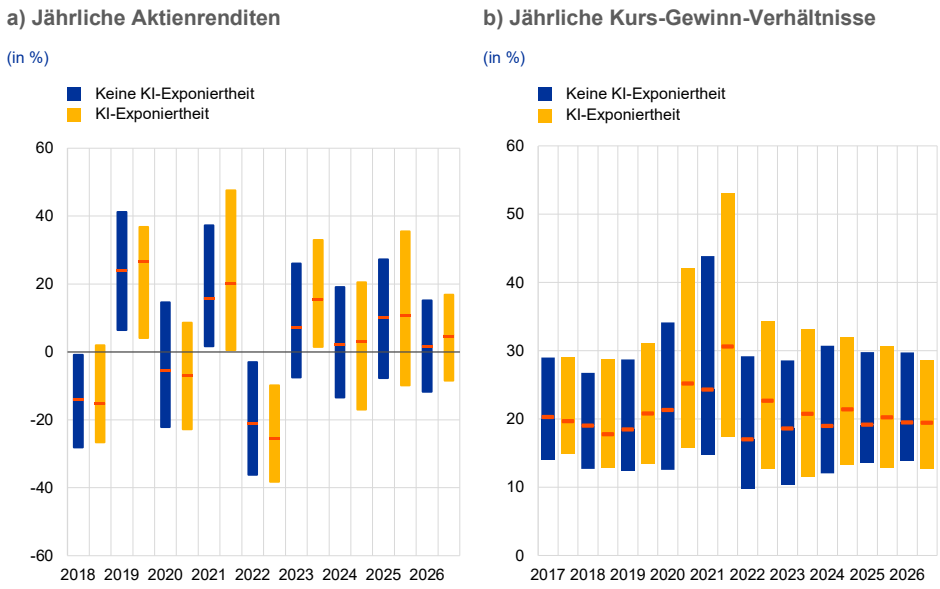
Daten aus Panelregressionen lassen für KI-exponierte Unternehmen auf eine Aktienrenditeprämie von rund 1,3 Prozentpunkten je Quartal schließen (siehe Abbildung C).[6] Für die vierteljährlichen Aktienrenditen wird eine Regression auf Indikatoren für die KI-Exponiertheit durchgeführt. Dabei werden Merkmale auf Unternehmensebene, unerwartete Gewinne, fixe Unternehmens- und Sektor-Quartalseffekte sowie sektorspezifische Zeittrends berücksichtigt. So wird ein Vergleich KI-exponierter Unternehmen mit nicht exponierten Unternehmen im selben Sektorquartal ermöglicht, und sektorweite Veränderungen werden herausgerechnet.[7] Die Regressionsergebnisse stimmen mit den deskriptiven Mustern in den Daten überein: Demnach ergaben sich für KI-exponierte Unternehmen in den meisten Jahren höhere Medianwerte der jährlichen Aktienrenditen als für nicht exponierte Unternehmen (siehe Abbildung C, Grafik a) sowie tendenziell auch höhere Kurs-Gewinn-Verhältnisse (siehe Abbildung C, Grafik b). Dies steht im Einklang mit einer längeren Duration der Aktien von KI-Unternehmen, deren Wert zu einem großen Teil auf Gewinnen beruht, die erst weit in der Zukunft erwartet werden.

6 Da viele Unternehmen mehr als eine Kategorie der KI-Exponiertheit nennen, schließen sich die Kategorien nicht gegenseitig aus. Daher bezieht sich die Analyse auf die Gesamtexponiertheit der Unternehmen.

7 Wichtig ist hierbei, dass die Prämie nicht nur die breiter angelegte Kursrallye im Technologiesektor widerspiegelt. Auch nach Herausrechnung des IT-Sektors aus der Stichprobe ergeben sich für die Größenordnung und Signifikanz der geschätzten Prämie ähnliche Werte. Damit wird bestätigt, dass sich die Renditedifferenz auch im breiteren Unternehmensspektrum zeigt. Die Prämie wird anhand der unternehmensinternen Abweichung ermittelt, die sich daraus ergibt, dass ein und dasselbe Unternehmen in Quartalen mit und ohne konkrete Berichterstattung über seine KI-Aktivitäten verglichen wird. Dabei werden bei Earnings Calls vermeldete unerwartete Gewinne sowie verzögerte Fundamentaldaten und Dynamik der Unternehmen herausgerechnet.

Abbildung C

Aktienrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnisse für KI-exponierte und nicht KI-exponierte Unternehmen im STOXX Europe 600



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a: Verteilung der jährlichen Aktienrenditen, gewichtet nach Marktwert zum Jahresende. Grafik b: Verteilung der jährlichen Kurs-Gewinn-Verhältnisse, gewichtet nach Marktwert zum Jahresende. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Die Märkte für Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weisen ein mit den Aktienmärkten weitgehend vergleichbares Muster auf (siehe Abbildung D). Panelregressionen für vierteljährliche, optionsbereinigte Renditeaufschläge im Zeitraum von 2019 bis 2026 mit anleihe- und emittentenspezifischen Kontrollvariablen belegen, dass die KI-Exponiertheit mit Renditeaufschlägen einhergeht, die rund fünf Basispunkte niedrigerer sind. Hier besteht also ein moderater, jedoch robuster Zusammenhang zwischen KI-Exponiertheit und niedrigeren marktimpliziten Fremdfinanzierungskosten.[8] Dies steht wiederum im Einklang mit den in den Daten erkennbaren deskriptiven Mustern. KI-exponierte Emittenten weisen durchgehend niedrigere Renditeaufschläge auf als nicht exponierte Emittenten, wobei sowohl der Median als auch der Interquartilsabstand in den meisten Jahren nach unten verschoben sind (siehe Abbildung D, Grafik a). Zudem haben exponierte Unternehmen einen größeren Anteil an Anleihen mit Laufzeiten von über zehn Jahren begeben (siehe Abbildung D, Grafik b), wohingegen sich die Emissionen nicht exponierter Unternehmen stärker auf mittlere Laufzeiten konzentrieren. Diese Kombination deutet auf günstigere

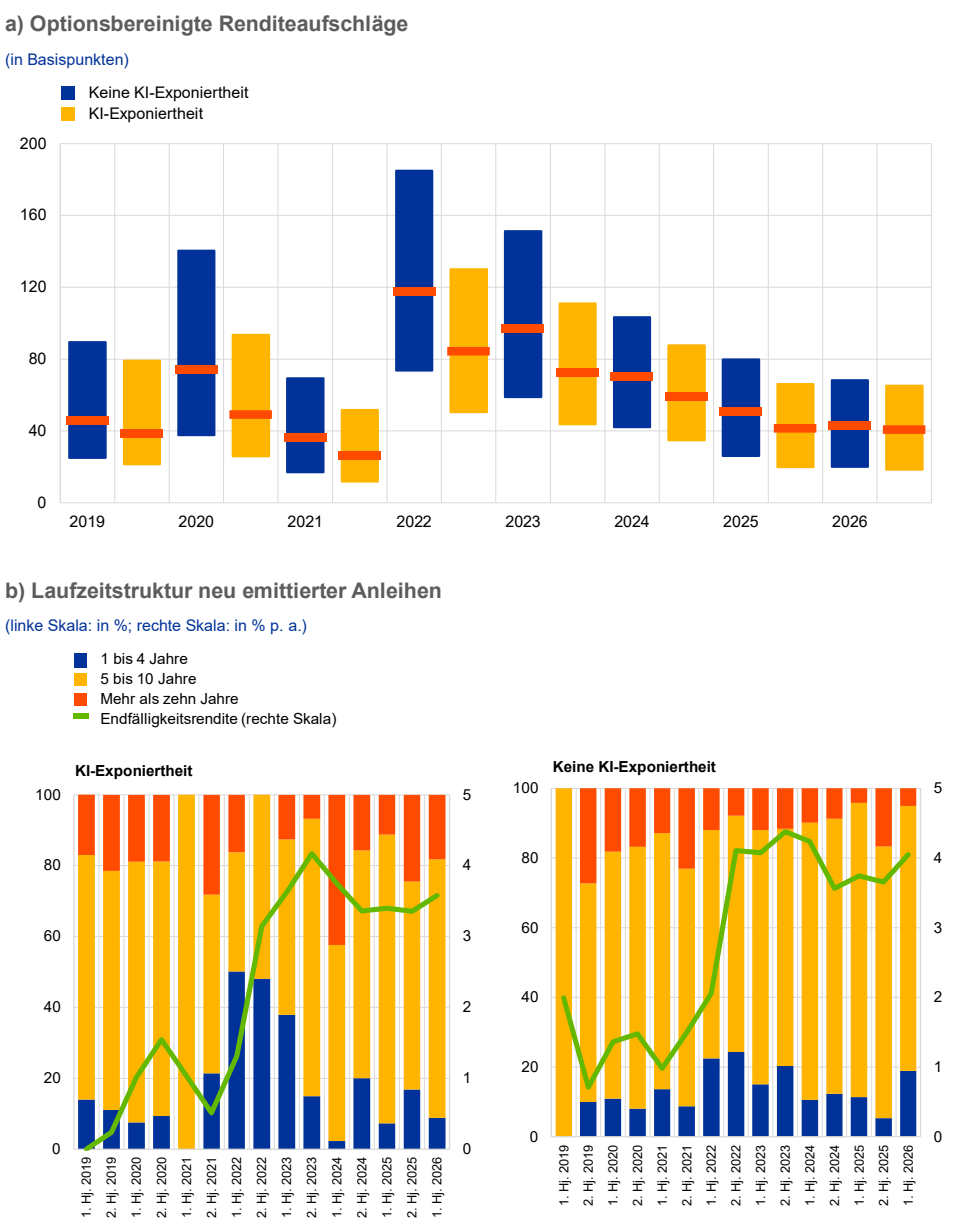
[8] Im Gegensatz zu den Ergebnissen für den Aktienmarkt ist keine der drei Kategorien der Exponiertheit für sich genommen mit niedrigeren Renditeaufschlägen verbunden. Daraus ergibt sich der mögliche Schluss, dass die Anleihemärkte die Gesamtexponiertheit gegenüber KI einpreisen und nicht zwischen den einzelnen Formen unterscheiden. Diese Annahme entspricht dem Befund, dass viele Unternehmen mehr als eine Kategorie der Exponiertheit nennen.

Finanzierungsbedingungen hin, da längere Laufzeiten in der Regel mit höheren statt niedrigeren Renditeaufschlägen verbunden sind.[9]

[9] Auch US-Hyperscaler, die den Ausbau der KI-Infrastruktur über die europäischen Märkte für Unternehmensanleihen finanzieren, emittieren Anleihen mit längeren Laufzeiten. Bei diesen Unternehmen geht die KI-bezogene Emission von Anleihen jedoch mit höheren statt niedrigeren Kreditspreads im Vergleich zu ähnlichen Unternehmen einher, da die Anleger offenbar eine Risikoprämie für die mit den KI-Investitionen der Unternehmen verbundene Unsicherheit fordern. Siehe Duquerroy et al. (2026).

Abbildung D

Renditeaufschläge und Laufzeitstruktur von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften des STOXX Europe 600 mit und ohne KI-Exponiertheit



Quellen: LSEG, EZB (CSDB, CSEC), ICE, Moody's Analytics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a: Jährliche Verteilung der optionsbereinigten Renditeaufschläge gegenüber der Swapkurve. Die Renditeaufschläge wurden winsorisiert und mit dem ausstehenden Volumen in Euro gewichtet. Die Stichprobe umfasst auf Euro lautende Anleihen mit einer Restlaufzeit von 1 bis 30 Jahren, einem Emissionswert über 1 Mio. € und Renditeaufschlägen von -100 Basispunkten bis 3 500 Basispunkten. Grafik b: Neu emittierte Anleihen nach Laufzeitsegmenten im Verhältnis zum ausstehenden Volumen in Euro. Die Rendite bis zur Endfälligkeit wurde als Durchschnitt berechnet, der mit dem ausstehenden Volumen in Euro gewichtet ist. Die Stichprobe umfasst auf Euro lautende Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen 1 und 30 Jahren und einem Emissionswert über 1 Mio. €. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2026.

Die im vorliegenden Kasten dargestellten Ergebnisse legen nahe, dass sich die KI-Exponiertheit in der Kursentwicklung von Aktien und Unternehmensanleihen in der europäischen Wirtschaft auf breiterer Basis positiv niederschlägt. Beim Zusammenhang zwischen KI und niedrigeren marktbasierten Finanzierungskosten zeigt sich eine breitere Verteilung, als die auf

den IT-Sektor konzentrierte Aktienrallye vermuten lässt. Dieses Verhältnis ist jedoch von den Erwartungen in Bezug auf die mit der Technologie erzielbaren Renditen abhängig. Sollten die Erwartungen enttäuscht werden, könnte es zu einer plötzlichen, marktbreiten Neubepreisung von Bewertungen und Renditeaufschlägen kommen, die weit über die Unternehmen hinausgeht, die den KI-Investitionszyklus vorantreiben. Es bedarf weiterer Untersuchungen, um das mögliche Ausmaß der Neubewertung und ihrer Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen im Euroraum ermitteln zu können.[10]

Literaturverzeichnis

Acemoglu, D. und Restrepo, P. (2020), Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets, Journal of Political Economy, Bd. 128, Nr. 6, April.

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.

Babina, T., Fedyk, A., He, A. und Hodson, J. (2024), Artificial intelligence, firm growth, and product innovation, Journal of Financial Economics, Bd. 151, Januar.

Bergeaud, A., González-Torres Fernández, G., Labhard, V. und Sellner, R. (2025), AI can boost productivity – if firms use it, Der EZB-Blog, 28. März.

Calvino, F., Dernis, H., Samek, L. und Ughi, A. (2024), A sectoral taxonomy of AI intensity, OECD Artificial Intelligence Papers, Nr. 30, Dezember.

Ca' Zorzi, M., Lopardo, G. und Manu, A.-S. (2025), Verba volant, transcripta manent: what corporate earnings calls reveal about the AI stock rally, Working Paper Series der EZB, Nr. 3093, August.

Dias da Silva, A., Lebastard, L. und Sondermann, D. (2026), AI adoption and the productivity promise: what workers report, Der EZB-Blog, 26. August.

Duquerroy, A., Furtuna, O., Rahmouni-Rousseau, I. und Vaz Cruz, L. (2026), Big tech, big debt: when US tech giants tap the euro area bond market, Der EZB-Blog, 31. August.

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. und Schmidt, M. (2026), Adoption and investment in AI across the euro area: insights from harmonised firm-level data, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 395, Juli.

Ferrari, I., Groß, J., Schupp, F. und Steffensen, S. (2026), AI Exposure and the Costs of Market-based Financing in Europe: Evidence from Earnings Call Transcripts, Mimeo.

[10] Genauere Angaben zu dem mit KI verbundenen Bewertungsrisiko und zu den möglichen Auswirkungen einer Korrektur am US-Aktienmarkt auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum finden sich in Andersson et al. (2026).

7 Welche Bedeutung hat die Wettbewerbsfähigkeit der Banken für die Geldpolitik?

Lorenzo Ferrante, Franziska Maruhn und Carla Valero Escribá

Der vorliegende Kasten liefert Evidenz zur Wettbewerbsfähigkeit der Banken im Euroraum und untersucht den Zusammenhang zwischen Wettbewerbsfähigkeit und geldpolitischer Transmission. Die europäischen Institutionen erörtern seit Kurzem, wie sich die Wettbewerbsfähigkeit der Banken durch eine Verringerung der grenzüberschreitenden Fragmentierung und Vereinfachung der Regulierungs- und Meldepflichten stärken lässt (Europäische Kommission, 2026). Die Definition der Wettbewerbsfähigkeit bei Banken ist recht komplex. Banken sind dann wettbewerbsfähig, wenn sie ihre Gewinne auf Basis eines nachhaltigen Geschäftsmodells erzielen (und nicht, indem sie ihre Marktmacht ausnutzen). Außerdem müssen sie angemessen kapitalisiert sein und einen erschwinglichen Zugang zu marktbasierter Finanzierung und Liquidität haben, sodass sie auch in Phasen wirtschaftlicher oder finanzieller Störungen und über geldpolitische Zyklen hinweg weiterhin Kredite vergeben können. Ein wettbewerbsfähiger Bankensektor stützt wiederum die effektive Transmission der Geldpolitik.[1]

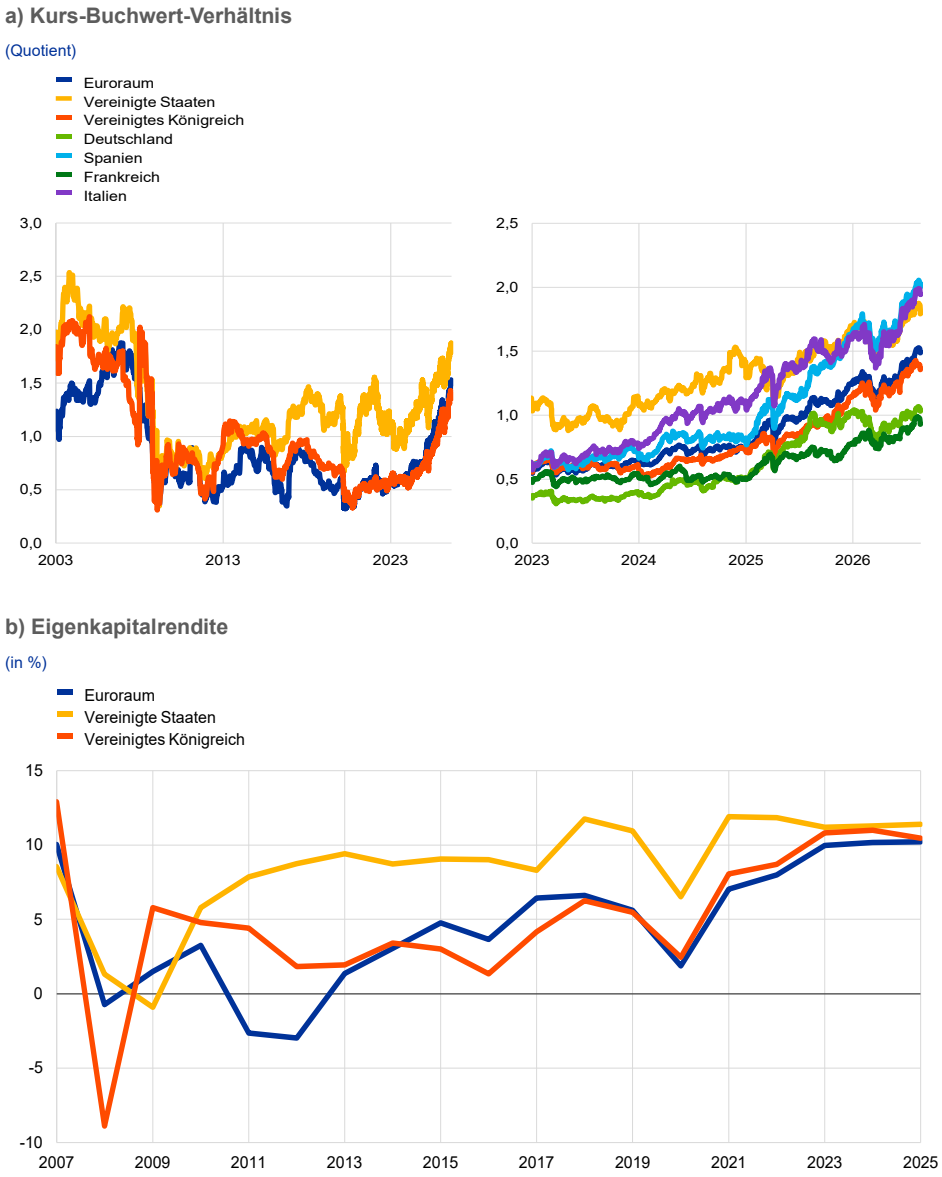
Die Banken im Euroraum sind derzeit wettbewerbsfähiger, als sie es seit der globalen Finanzkrise über weite Strecken waren. Ihre die Zinsmargen haben sich ausgeweitet und ihre Bilanzen haben sich erholt (siehe Abbildung A). Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Wettbewerbsfähigkeit der Banken zu beurteilen. Dazu zählen unter anderem bewertungsbasierte Messgrößen der Performance. Diese spiegeln wider, wie die Anleger die erwarteten künftigen Gewinne einschätzen, und liefern somit eine Markteinschätzung der erwarteten Ertragskraft und Performance. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis der Banken im Euroraum hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Zurückzuführen ist dies auf solidere Bilanzen und höhere Zinsmargen, da sich die Nettozinserträge erholt haben. Hierdurch hat sich der Abstand zu den Wettbewerbern in den Vereinigten Staaten seit 2023 verringert, wenngleich es nach wie vor erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums gibt (siehe Abbildung A, Grafik a). Eine weitere Möglichkeit, die Wettbewerbsfähigkeit der Banken zu beurteilen, ist anhand ihrer Ertragslage. Auch diese hat sich im Vergleich zur Konkurrenz außerhalb des Euroraums verbessert (siehe Abbildung A, Grafik b). Dabei gilt es zu beachten, dass bewertungsbasierte Messgrößen nur die börsennotierten Institute erfassen und die Ertragslage der Banken ein vergangenheitsbezogener Indikator ist. Allerdings deutet auch eine umfassendere Messgröße, die auf Portfolioreplizierung

[1] Für weitergehende Erörterungen, insbesondere zur Definition der Wettbewerbsfähigkeit im Bankensektor sowie zur Rolle von Eigenkapitalanforderungen und Fragmentierung im Euroraum, siehe z. B. Vujčić (2026), Machado (2026), Elderson (2026) sowie Buch (2025).

basiert, auf eine deutliche Verbesserung in den letzten Jahren hin (Altavilla et al., 2024).[2]

Abbildung A

Kurs-Buchwert-Verhältnis und Eigenkapitalrendite der Banken im Euroraum und außerhalb des Euroraums



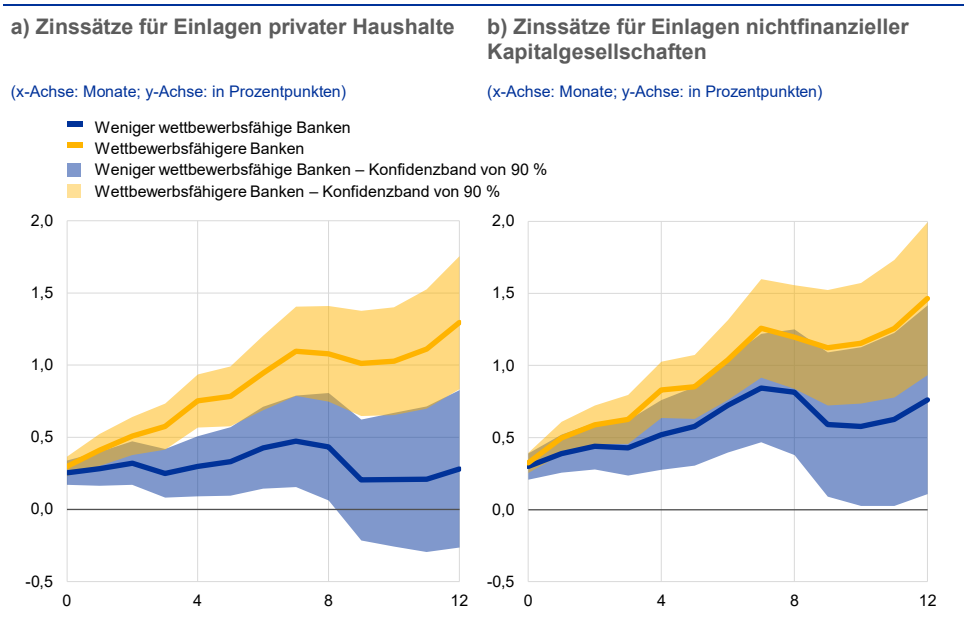
Quellen: LSEG, EZB (aufsichtliche Meldungen, konsolidierte Bankdaten), Federal Deposit Insurance Corporation, Moody's Analytics BankFocus (vormals BVD BankFocus) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a: Das Kurs-Buchwert-Verhältnis ist das Verhältnis des Aktienkurses einer Bank zu ihrem Buchwert je Aktie. Grafik b: Die Eigenkapitalrendite wird auf Basis der jeweils letzten vier Quartale berechnet. Für den Zeitraum vor 2015 basiert die Eigenkapitalrendite der Banken im Euroraum auf konsolidierten Bankdaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 21. August 2026 (Kurs-Buchwert-Verhältnis) bzw. auf das Jahr 2025 (Eigenkapitalrendite).

[2] Die Messgröße von Altavilla et al. (2024) erfasst die Performance der Banken, indem die Renditen ihrer Bilanzen mit der Rendite abgeglichen werden, die ein Marktportfolio mit ähnlichen Laufzeiten- und Risikoeigenschaften generieren würde. Der „Vorteil", den die Banken im Euroraum gegenüber den Finanzmärkten haben, ist aktuell positiv, nachdem er bei den meisten Banken von 2015 bis Mitte 2022 negativ gewesen war. Er begann sich während des raschen Zinserhöhungszyklus der EZB zu erholen und kehrte schließlich in den positiven Bereich zurück, als sich die Zinsstrukturkurve stabilisierte.

Wettbewerbsfähigere Banken haben sich als schockresistenter erwiesen und die Geldpolitik wirksamer weitergereicht (siehe Abbildung B). Die Wettbewerbsfähigkeit der Banken ist für die geldpolitische Transmission relevant, insbesondere wenn sie die Intermediationsfunktion der Banken über den Zyklus hinweg stärkt. Während des Pandemieschocks in den Jahren 2020 und 2021 mussten wettbewerbsfähigere Banken weniger stark auf Kredite mit staatlichen Garantien und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) des Eurosystems zurückgreifen und konnten geldpolitische Impulse besser weiterreichen (Altavilla et al., 2024). Wettbewerbsfähigere Banken geben Leitzinsänderungen auch stärker an die Einlagenzinsen weiter – insbesondere an Einlagen privater Haushalte (siehe Abbildung B, Grafik a). Bei Unternehmenseinlagen sind die Unterschiede weniger ausgeprägt. Hier unterscheiden sich zwar die Punktschätzungen, die Konfidenzbänder überschneiden sich aber teilweise (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass wettbewerbsfähigere Banken in Phasen steigender Zinssätze besser in der Lage sind, Einlagen zu halten, indem sie die Einlagenzinsen erhöhen. Zudem dürften sie ihre Zinssätze nach einer geldpolitischen Lockerung eher senken können, ohne zu riskieren, dass sie dadurch Finanzierungsmittel einbüßen. Bei den Kreditzinsen lässt sich kein Zusammenhang zwischen der Weitergabe von Leitzinsänderungen und der Wettbewerbsfähigkeit der Banken feststellen. Dies deutet darauf hin, dass wettbewerbsfähigere Banken eine höhere Verzinsung von Einlagen nicht dadurch erzielen, dass sie die Zinsen für Kreditnehmer anheben.

Abbildung B

Weitergabe von Leitzinsänderungen auf die Einlagenzinsen nach Grad der Wettbewerbsfähigkeit der Banken



Quellen: EZB (iBSI, iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, aufsichtliche Meldungen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Banken werden nach Altavilla et al. (2024) in jedem Quartal auf Basis des 50. Perzentils des „Vorteils" als wettbewerbsfähiger oder weniger wettbewerbsfähig eingestuft. Die Abbildungen zeigen die kumulierte Veränderung der Zinssätze für neue Einlagen nach einer Leitzinserhöhung um 1 Prozentpunkt. Die Auswirkungen werden anhand lokaler Projektionsregressionen der Veränderung der Zinssätze im Neugeschäft im Zeitraum von t-1 bis t+h auf die Veränderung des Leitzinses im Zeitraum von t-1 bis t (erklärt durch hochfrequente geldpolitische Schocks) geschätzt. Hierbei bezieht sich h auf die Monate. Das Modell umfasst die verzögerte abhängige Variable, bankenspezifische Kontrollvariablen und länderspezifische fixe Effekte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2026.

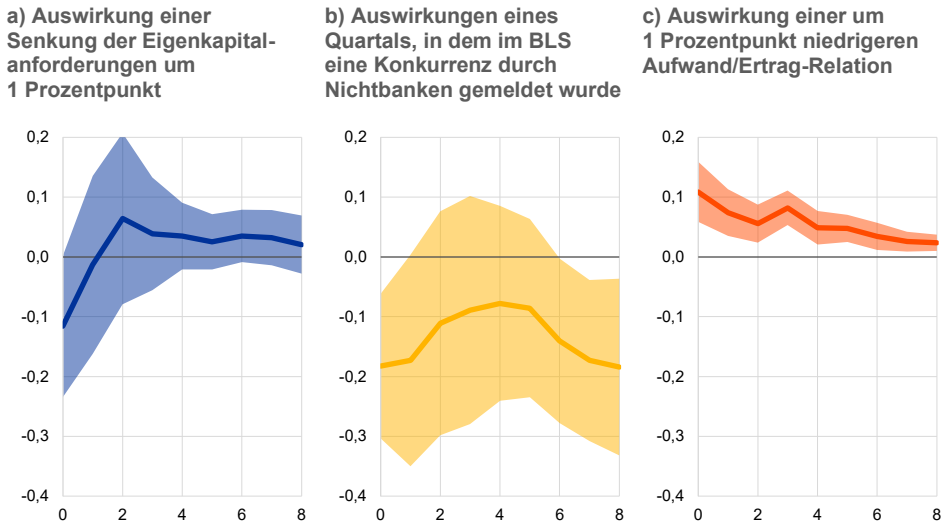
Triebfeder der jüngsten Entwicklungen ist zunehmend eine höhere Kosteneffizienz (siehe Abbildung C). Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit können auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sein. Erstens ist der geschätzte Effekt niedrigerer Eigenkapitalanforderungen auf die Wettbewerbsfähigkeit statistisch nicht signifikant. Dies dürfte mit Faktoren zusammenhängen, die in die entgegengesetzte Richtung wirken (siehe Abbildung C, Grafik a). Einerseits können höhere Eigenkapitalanforderungen die Umstellungskosten einzelner Banken mit spezifischen Schwachstellen erhöhen und dadurch deren Ertragslage schwächen. Andererseits stärken höhere Eigenkapitalanforderungen die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber negativen Schocks und wirken einer überzogenen Risikobereitschaft entgegen. Darüber hinaus können gezielte Erhöhungen der Eigenkapitalanforderungen einzelner Banken in einem Umfeld allgemein solider Bankbilanzen absorbiert werden und beeinträchtigen nicht die Wettbewerbsfähigkeit des Bankensystems.[3] Zweitens können weniger wettbewerbsfähige Banken Marktanteile an andere Banken, Nichtbanken oder Finanzanbieter verlieren, die ähnliche Dienstleistungen anbieten. Tatsächlich besteht ein Zusammenhang zwischen einer Lockerung der Kreditrichtlinien aufgrund einer wahrgenommenen Zunahme des Wettbewerbs – gemessen anhand der Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft (BLS) – und einer geringeren Wettbewerbsfähigkeit der Banken (siehe Abbildung C, Grafik b). Die Beziehung hat auch dann Bestand, wenn beobachtete und unbeobachtete Merkmale auf Bankebene und länderspezifische Faktoren berücksichtigt werden. Zugleich hat sich die allgemeine Konkurrenz durch Nichtbanken in den letzten Jahren stabilisiert. Ursächlich hierfür war zum einen die Spezialisierung auf unterschiedliche Kundensegmente, zum anderen aber auch das für beide Seiten zuträgliche Zusammenspiel zwischen Banken und Nichtbanken – beispielsweise über Verbriefungen oder gegenseitige Risikopositionen. Drittens wirkt sich eine bessere Kosteneffizienz der Banken merklich und dauerhaft positiv auf deren Wettbewerbsfähigkeit aus (siehe Abbildung C, Grafik c). Die Banken im Euroraum können ihre Wettbewerbsfähigkeit also vermutlich nachhaltig steigern, wenn sie ihre Kosteneffizienz verbessern.

[3] Siehe z. B. Behn und Reghezza (2025).

Abbildung C

Auswirkungen von Veränderungen potenzieller Bestimmungsfaktoren auf die Wettbewerbsfähigkeit der Banken

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



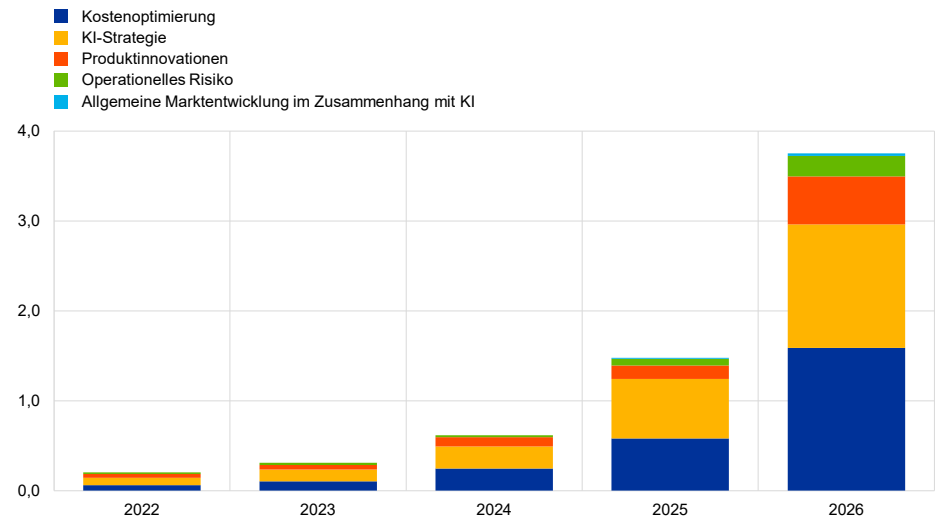
Quellen: Altavilla et al. (2024), EZB (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, aufsichtliche Meldungen, BLS) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Ergebnisse aus Panelschätzungen mittels lokaler Projektionen unter Berücksichtigung der Liquidität, der Finanzierungsstruktur sowie bankspezifischer und länder- und zeitspezifischer fixer Effekte. Die abhängige Variable ist die Differenz zwischen der realisierten Rendite und der Rendite des Replikationsportfolios in Prozentpunkten. Für weitere Einzelheiten siehe Altavilla et al. (2024). Grafik b zeigt die Auswirkungen eines Quartals, in dem die Bank im BLS einen Einfluss einer Konkurrenz durch Nichtbanken meldet. Die schattierten Bereiche markieren Konfidenzintervalle von 90 %. Die Stichprobe deckt den Zeitraum vom vierten Quartal 2015 bis zum ersten Quartal 2026 ab.

Investitionen in Digitalisierung und künstliche Intelligenz (KI) dürften zu Effizienzsteigerungen führen. Auch durch eine Straffung von Geschäftsabläufen und einen gezielten Abbau von Zweigstellen ließe sich die Effizienz steigern (siehe Abbildung D). Während die durchschnittliche Größe der Bankengruppen im Euroraum kontinuierlich gestiegen ist, sind die Betriebsaufwendungen (im Verhältnis zum Eigenkapital) generell zurückgegangen. Im Zuge der Verbreitung von Online-Banking und der zunehmenden Digitalisierung konnten die Banken ihre Betriebskosten senken, indem sie Konzernstrukturen strafften, zahlreiche Zweigstellen schlossen und Personal abbauten. Mit Blick auf die Zukunft bemühen sich die Banken zunehmend, ihre Kosteneffizienz mithilfe von KI-Technologien zu steigern. Fast die Hälfte aller Erwähnungen von KI durch Führungskräfte von Banken betreffen konkret den potenziellen Nutzen für eine künftige Kostenoptimierung (siehe Abbildung D).

Abbildung D

Erwähnung von KI in Bank Earnings Calls nach Themen

(Anzahl der Erwähnungen je Earnings Call)



Quellen: Capital IQ und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung basiert auf Transkripten von 761 Earnings Calls von 51 Banken im Euroraum, die anhand eines umfassenden Prompts mit einem Large Language Model (LLM) analysiert wurden. Das LLM identifiziert Erwähnungen von KI und unterteilt sie in fünf allgemeine Themen. Jeder Earnings Call kann sich über verschiedene Themen erstrecken. Die Angaben für 2026 beziehen sich auf Earnings Calls bis zum zweiten Quartal 2026.

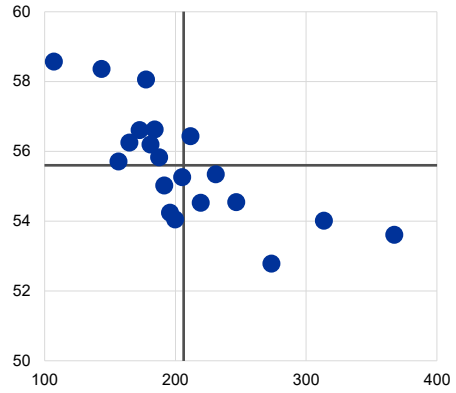
Die Banken im Euroraum könnten wettbewerbsfähiger werden, wenn Fortschritte bei der Vollendung der Spar- und Investitionsunion erzielt werden oder weitere Konsolidierungen erfolgen (siehe Abbildung E). Die Marktfragmentierung erschwert es den Banken, die nötige Kosteneffizienz zu erreichen, um Kreditnehmern wettbewerbsfähige Kreditbedingungen anbieten zu können. Wettbewerbsfähigere Bankengruppen zeichnen sich in der Regel durch eine größere geografische Reichweite aus, was ihnen Vorteile in Form einer niedrigeren Aufwand/Ertrag-Relation verschafft (siehe Abbildung E, Grafik a). Eine weitere Möglichkeit, die Effizienz der Banken weiter zu steigern, wäre durch Konsolidierung – auch grenzüberschreitend. Dies ist innerhalb des Euroraums bislang nur in sehr geringem Umfang geschehen. Bei vergangenen Zusammenschlüssen hat sich gezeigt, dass solche Konsolidierungen die operative Wirtschaftlichkeit, die Bilanzstabilität und die sektorale Diversifizierung der Banken erhöhen können. Dies kann ihre Intermediationsfunktion stärken und vergrößert zugleich automatisch ihre Marktanteile (siehe Abbildung E, Grafik b). Für sich genommen würde dies den Wettbewerb an den lokalen Bankenmärkten verringern und könnte somit die geldpolitische Transmission schwächen. Grenzüberschreitende Konsolidierungen in einem stärker integrierten euroraumweiten Kreditmarkt könnten jedoch den Kreditnehmern zugutekommen, denn größere, stärker diversifizierte und wettbewerbsfähigere Bankengruppen würden die Stabilität und den Zugang zu Krediten über den gesamten geldpolitischen Zyklus hinweg verbessern und gewährleisten, dass geldpolitische Impulse tatsächlich an die Kreditnehmer weitergegeben werden.

Abbildung E

Geografische Reichweite, Konsolidierung und Wettbewerbsfähigkeit der Banken

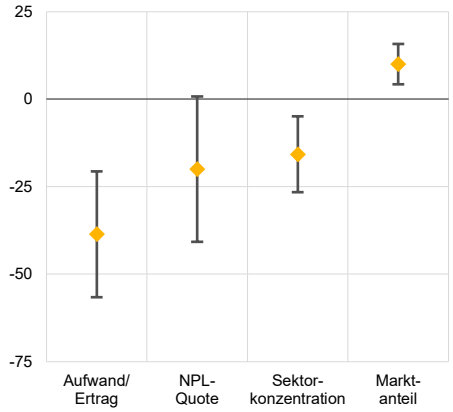
a) Zusammenhang zwischen geografischer Reichweite und Kosteneffizienz

(x-Achse: Geografische Reichweite in Kilometern, y-Achse: Aufwand/Ertrag-Relation in %)



b) Auswirkungen von Fusionen auf die Effizienz und andere Merkmale der Banken

(in % der Standardabweichung)



Quellen: EZB (AnaCredit, aufsichtliche Meldungen), OpenStreetMap und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a: Streudiagramm mit gruppierten Beobachtungen auf Basis von 1 034 Banken im Euroraum. Die beiden grauen Linien zeigen aggregierte gewichtete Durchschnittswerte an. Die geografische Reichweite wird anhand der gewichteten durchschnittlichen Entfernung zu Unternehmen gemessen, die in den vergangenen zwölf Monaten bei der Bank Kredite aufgenommen haben (gewichtet nach Kreditvolumen). Grafik b zeigt die Ergebnisse von Differenz-von-Differenzen-Regressionen zur Beurteilung von Veränderungen nach Bankenfusionen unter Berücksichtigung bank- und zeitspezifischer fixer Effekte. „Aufwand/Ertrag" bezieht sich auf die Aufwand/Ertrag-Relation; „NPL-Quote" bezieht sich auf den Anteil notleidender Kredite. Die abhängigen Variablen sind standardisiert. Die Effekte werden über die Jahre nach der Fusion kumuliert. Die Antennen zeigen die Konfidenzintervalle von 95 %. Die sektorale Konzentration der Kredite wird anhand eines Herfindahl-Hirschman-Index auf Bankebene gemessen. Grafik a bezieht sich auf den Zeitraum vom ersten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2026. Grafik b bezieht sich auf den Zeitraum von 2011 bis 2025.

Literaturverzeichnis

Altavilla, C., Begenau, J., Burlon, L. und Maruhn, F. (2024), Determinants of bank performance: evidence from replicating portfolios, Working Paper Series der EZB, Nr. 2937, überarbeitet im Januar 2025.

Behn, M. und Reghezza, A. (2025), Capital requirements: a pillar or a burden for bank competitiveness?, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 376, Oktober.

Buch, C. (2025), The evidence is in: resilient banks build Europe's growth on solid ground, Grundsatzrede beim 2025 Policy Research Workshop der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde zum Thema „Bridging capital and growth – the role of financial structures and intermediaries", Paris, 19. November.

Elderson, F. (2026), Boosting prosperity through deeper integration, Grundsatzrede auf der Konferenz „Financing Europe: a new era of strategic investment", Brüssel, 12. Mai.

Europäische Kommission (2026), Wettbewerbsfähigkeit des Bankensektors und der Binnenmarkt im Bankwesen, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts-

und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, COM(2026) 615 final, 17. Juli.

Machado, P. (2026), Competitiveness and simplification – a common agenda for European Banks, Rede auf dem Expansión XVII Financial Forum, Madrid, 28. September.

Vujčić, B. (2026), Resilience, integration and competitiveness: building the future of European banking, Grundsatzrede auf der zehnten Jahreskonferenz des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, Frankfurt am Main, 2. Oktober.

8 Wer hält Stablecoins? Neue Erkenntnisse zu den Verbraucherbeständen im Euroraum

Alexandra Born, Johanne Evrard, Dimitris Georgarakos, Geoff Kenny, Claudia Lambert, Justus Meyer, Trixi Pairan und Luca Zannier

Der wachsende Stablecoin-Markt, seine zunehmenden Verflechtungen mit dem Finanzsektor und die steigenden Stablecoin-Bestände der Verbraucher könnten sich auf die Finanzstabilität im Euroraum auswirken. Der weltweite Stablecoin-Markt ist seit 2020 rasant gewachsen, hat sich zuletzt jedoch auf einem weitgehend konstanten Niveau stabilisiert (siehe Abbildung A, Grafik a). Zugleich haben die Verflechtungen von Stablecoins mit dem traditionellen Finanzsektor zugenommen, insbesondere über die Bestände an Reservevermögen.[1] Der Markt für auf Euro lautende Stablecoins ist zwar gewachsen, aber nach wie vor relativ klein (siehe Abbildung A, Grafik b). Stablecoins werden vor allem im Handel mit Kryptowerten verwendet, könnten aber auch als Instrumente für grenzüberschreitende Zahlungen dienen. In diesem Kasten werden Umfang und Zusammensetzung der Stablecoin-Bestände privater Haushalte im Euroraum untersucht. Hierzu werden spezifische Mikrodaten aus einem Sondermodul der im August und November 2025 durchgeführten EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES) herangezogen.[2] Die aktuellen Engagements im Euroraum scheinen begrenzt zu sein. Allerdings könnte die Tatsache, dass sich die Bestände bei Krypto-Anlegern konzentrieren und ein Großteil der Tokens durch US-Dollar gedeckt sind, Schocks verstärken. Eine zunehmende Nutzung von Stablecoins im Euroraum, insbesondere außerhalb des Krypto-Ökosystems, könnte die Risiken für den traditionellen Finanzsektor im Laufe der Zeit erhöhen.[3]

1 Siehe Ferrari Minesso und Habib (2022).

2 Die CES-Umfrage erfasst die elf größten Euro-Länder. Siehe hierzu auch Bańkowska et al. (2021), Georgarakos und Kenny (2022) sowie die CES-Website der EZB.

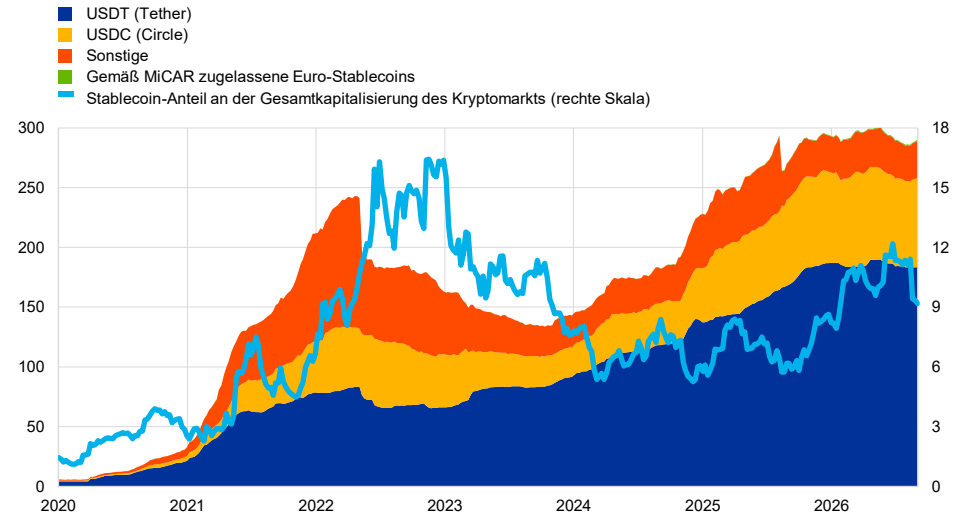
3 Die primäre Schwachstelle von Stablecoins besteht darin, dass die Inhaber das Vertrauen in die Rückzahlung zum Nennwert verlieren könnten, was einen Run auslösen könnte. Ein solcher Run könnte zu einem Notverkauf der Reserven von Stablecoins führen, der sich wiederum auf die traditionellen Finanzmärkte auswirken könnte. Siehe Aerts et al. (2025a) und Aerts et al. (2025b) für weiterführende Informationen zu den Verflechtungen zwischen Stablecoins und traditionellen Finanzmärkten sowie den entsprechenden Transmissionskanälen.

Abbildung A

Entwicklung des globalen Stablecoin-Marktes

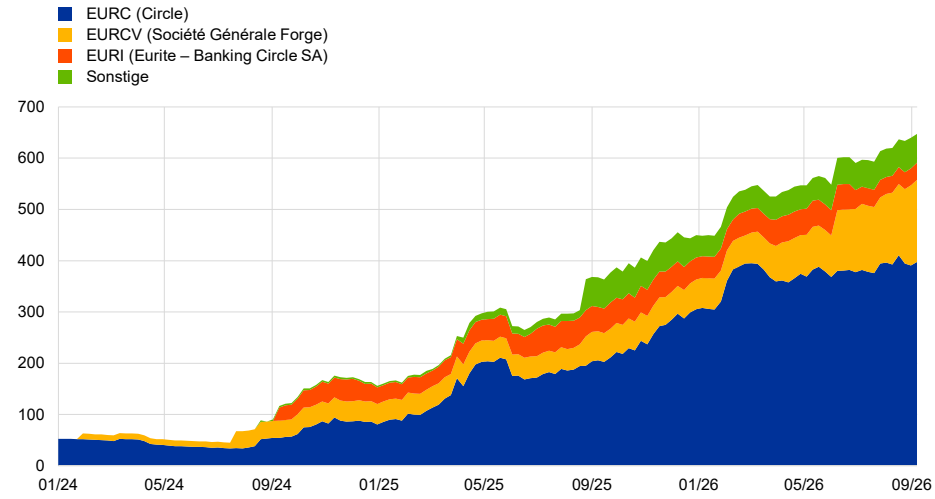
a) Umfang der auf US-Dollar lautenden Stablecoins im Krypto-Ökosystem

(in Mrd. USD, in %)



b) Marktkapitalisierung der gemäß MiCAR zugelassenen Euro-Stablecoins

(in Mio. €)



Quellen: CoinDesk, CoinMarketCap und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Marktkapitalisierung basiert auf der umlaufenden Menge an Stablecoins. Hierzu zählen EURC, EURCV, EURAU, EURØP, EURR, EURI, EURe und EURQ. Schwankungen des Anteils von Stablecoins an der Gesamtkapitalisierung des Kryptomarkts sind hauptsächlich auf Veränderungen bei der Bewertung anderer Kryptowerte zurückzuführen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2026

Ein mögliches Verbraucherrisiko ergibt sich, wenn Stablecoins eingesetzt werden, um Transaktionen im Krypto-Ökosystem zu erleichtern. Dies könnte Auswirkungen auf das traditionelle Finanzsystem haben.[4] Stablecoins ermöglichen den Handel mit und den Austausch von Fiat-Währungen gegen

[4] Siehe Bertsch (2023). Mit der Verordnung über Märkte für Kryptowerte hat die EU zwar einen Regulierungsrahmen für Stablecoin-Emittenten geschaffen, der den von Stablecoins ausgehenden Risiken für Verbraucher und Finanzstabilität begegnen soll. Stablecoins, die nicht gemäß der Verordnung zugelassen sind, können jedoch weiterhin diese Risiken bergen; siehe Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2025).

Kryptowerte, die keine Stablecoins sind, und umgekehrt.[5] Durch die für Stablecoins als Deckung dienenden Reserven sind diese mit dem traditionellen Finanzsystem verknüpft. Dadurch kann es zu Übertragungseffekten kommen.[6] Stablecoins können auch kostengünstige grenzüberschreitende Zahlungen ermöglichen und somit eine Option für Verbraucher darstellen, um Geld in Länder außerhalb des Euroraums zu überweisen. Allerdings ist die Evidenz für diesen Anwendungsfall uneinheitlich.[7]

Ausgehend von einem niedrigen Niveau bauen die Verbraucher im Euroraum ihr direktes Engagement in Kryptowerten langsam aus.[8] Der Anteil der Verbraucher, die Kryptowerte besitzen, stieg von 9,8 % im November 2024 auf 13 % im August 2025 (siehe Abbildung B, Grafik a). In diesem Zeitraum verzeichneten die Kryptomärkte und Stablecoins ein rasantes Wachstum (siehe Abbildung A). Die Ergebnisse der CES-Umfrage 2025 geben Aufschluss über den Anteil von Stablecoins an den Kryptowertbeständen der Verbraucher: Im August gaben 5 % der Verbraucher an, Stablecoins zu halten – d. h. mehr als ein Drittel aller Befragten, die Kryptowerte hielten. Die geschätzte Verteilung der Stablecoin-Bestände nach Anlagebeträgen konzentriert sich auf kleinere Beträge (siehe Abbildung B, Grafik b). Schätzungen zufolge verfügten im November jedoch fast 10 % der Stablecoin-Besitzer über Bestände von mindestens 10 000 €. Dies deutet auf eine erhebliche Streuung hin.

5 Siehe Abbildung A.6 in Aerts et al. (2025a).

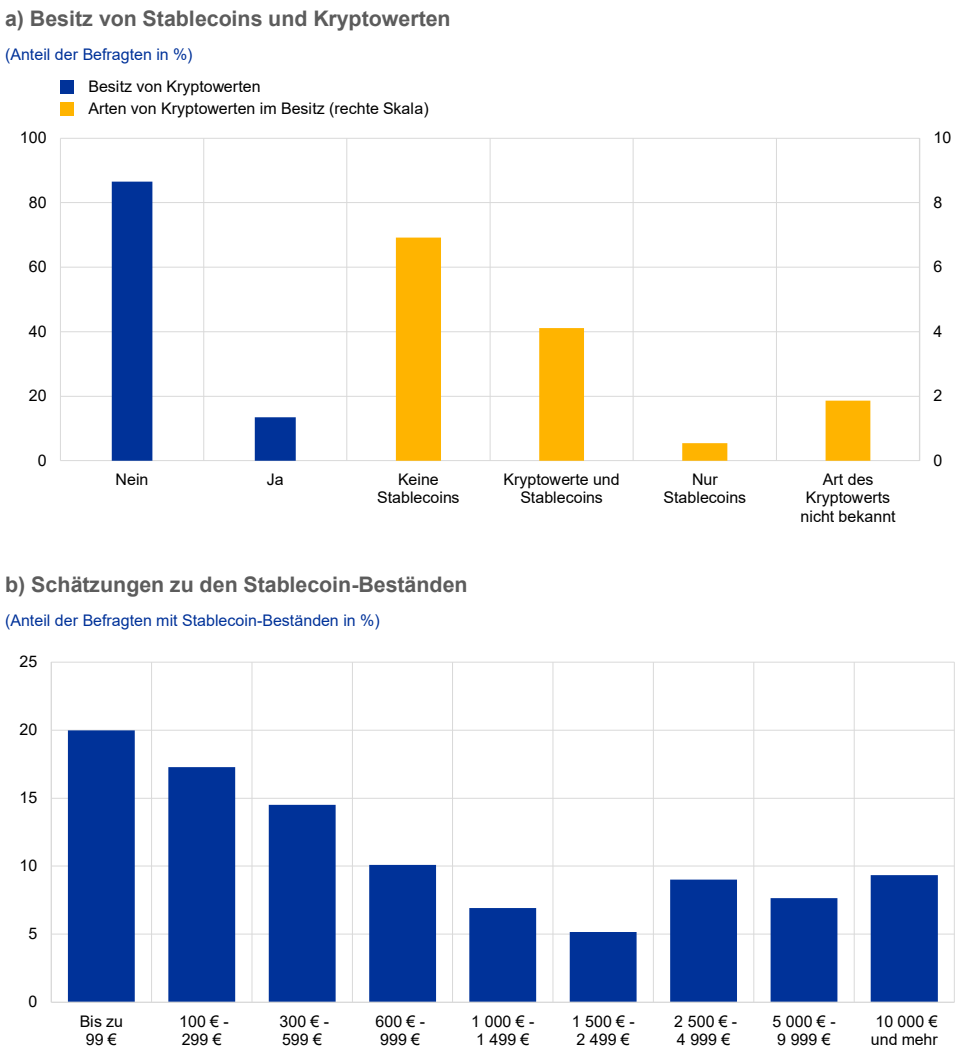
6 Runs auf Stablecoins könnten die Emittenten zwingen, Vermögenswerte zu liquidieren, um Rückzahlungsforderungen zu erfüllen. Siehe Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2025) und Aerts et al. (2025a).

7 Siehe beispielsweise Di Iorio et al. (2026) oder Vlaicu (2026).

8 Unsere Analyse stützt sich auf experimentelle Daten aus den CES-Umfragen vom August und November 2025. Die Daten beziehen sich sowohl auf die Verbraucherbestände an Stablecoins als auch auf den ungefähren Wert dieser Bestände. Die Antworten sind mit Messunsicherheit behaftet, was auf den experimentellen Charakter der Daten zurückzuführen ist. Diese ergibt sich unter anderem aus der Abhängigkeit von der Gestaltung des Fragebogens sowie aus der geringen Stichprobengröße angesichts des niedrigen Anteils der Verbraucher, die Kryptowerte besitzen. Zudem kann es sein, dass die Befragten falsche Angaben zu Art und Umfang der gehaltenen Vermögenswerte machen, da sie diese Informationen als sensibel erachten.

Abbildung B

Kryptowerte im Bestand der Verbraucher



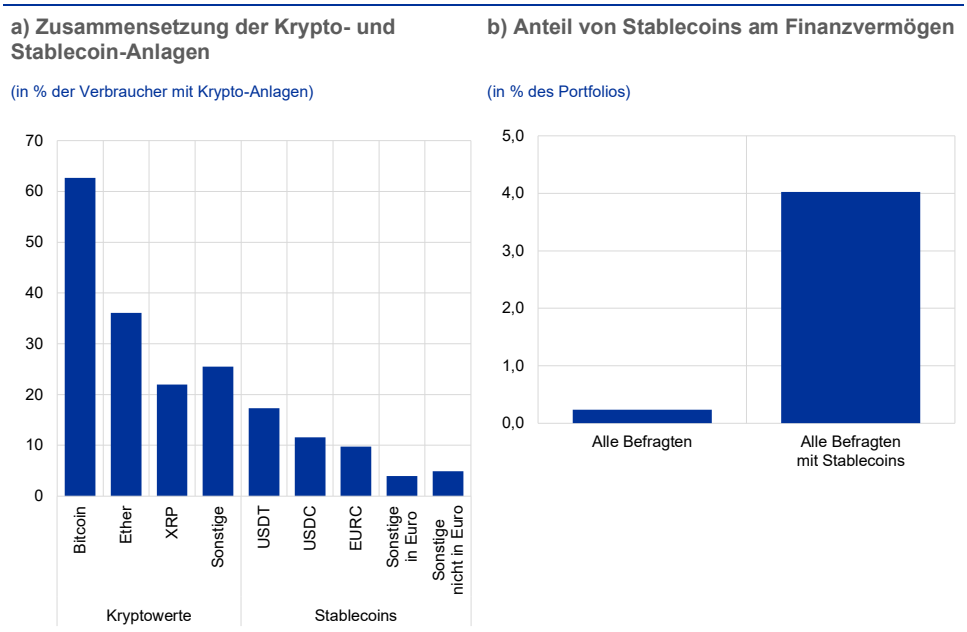
Quellen: EZB (CES-Umfrage) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Bevölkerungsgewichtete Daten aus elf Euro-Ländern. Grafik a): experimentelle Daten aus dem CES-Sondermodul vom August 2025. Den Verbrauchern wurde folgende Frage gestellt: „Besitzen Sie oder Mitglieder Ihres Haushalts derzeit Kryptowerte?“. Eine separate Folgefrage lautete: „Welche der folgenden Kryptowerte besitzen Sie oder jemand aus Ihrem Haushalt derzeit?“ Grafik b): experimentelle Daten aus dem CES-Sondermodul vom November 2025. Verbraucher, die angaben, in Kryptowerte (einschließlich Stablecoins) investiert zu haben, wurden gefragt: „In welche Art von Kryptowerten haben Sie und Ihr Haushalt Ihres Wissens derzeit in erster Linie investiert?“. Dabei konnten die Befragten auf einer Fünf-Punkte-Skala zwischen „ausschließlich andere Kryptowerte als Stablecoins“ und „ausschließlich Stablecoins“ wählen. Den Antworten werden Gewichtungen in 0,25-Schritten zugewiesen, die von 0 (ausschließlich andere Kryptowerte als Stablecoins) bis 1 (ausschließlich Stablecoins) reichen. Auf dieser Grundlage wird der Anteil der Stablecoin-Anlagen anhand der selbst angegebenen Krypto-Anlagen berechnet.

Die Verbraucher im Euroraum halten in erster Linie auf US-Dollar lautende Stablecoins, da sie tendenziell die Kryptowerte mit der höchsten Marktkapitalisierung bevorzugen. Rund 63 % der Verbraucher mit Krypto-Anlagen halten Bitcoin, gefolgt von Ether (36 %) und XRP (22 %) (siehe Abbildung C, Grafik a). Unter den Stablecoins ist USDT am weitesten verbreitet (17 % der Verbraucher mit Kryptobeständen), vor USDC (12 %) und dem Euro-Stablecoin EURC (10 %). Die übrigen auf Euro und nicht auf Euro lautenden Stablecoins machen zusammen weniger als 9 % der gemeldeten Bestände aus. Obwohl aus der Umfrage nicht unmittelbar hervorgeht, wie die Vermögenswerte verwendet werden, deuten vorläufige Ergebnisse darauf hin, dass Befragte, die in einem anderen EU-

Land oder außerhalb der EU geboren wurden, diese stärker nutzen. Es zeigte sich, dass im Ausland geborene Befragte – unter Berücksichtigung anderer Merkmale – mit einer um 2,1 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit Stablecoins halten als im Inland geborene Verbraucher. Dieses Muster steht im Einklang mit der Möglichkeit, dass Stablecoins für grenzüberschreitende Zahlungen oder Überweisungen verwendet werden.

Abbildung C

Zusammensetzung der Krypto-Anlagen der Verbraucher



Quellen: EZB (CES-Umfrage) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf elf Länder des Euroraums. Grafik a): experimentelle Daten aus dem CES-Sondermodul vom August 2025. Die Grafik zeigt die Arten von Kryptowerten und Stablecoins, die von den Befragten gehalten werden, die angaben, Kryptowerte zu besitzen. Angesichts des geringen Anteils der Befragten, die angaben, Kryptowerte zu besitzen, ist auch die Zahl der Beobachtungen begrenzt (1 286 Befragte). Da die Befragten mehrere Vermögenswerte angeben konnten, summieren sich die Anteile nicht auf 100 %. „Sonstige" erfasst Bestände, die im Fragebogen nicht gesondert aufgeführt sind. Grafik b): experimentelle Daten aus dem CES-Sondermodul vom November 2025. Die Grafik zeigt die durchschnittlichen Anteile von Stablecoins am Portfolio. Diese werden auf Grundlage der geschätzten Beträge in Abbildung B, Grafik b, und des Gesamtwerts des Finanzvermögens der Verbraucher berechnet (z. B. der Guthaben auf Bankkonten sowie der Anlagen in Aktien und Investmentfonds). Die Schätzungen sind nach Bevölkerungsanteilen gewichtet.

Die Verwendung von Stablecoins als Transaktionsmittel könnte weitreichende Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben, wenn sie weiter zunimmt.

Stablecoins machen einen geringen Anteil am Finanzvermögen der Verbraucher aus und werden meist zusätzlich zu anderen Kryptowerten gehalten. Dies steht im Einklang damit, dass sie vor allem als Transaktionsmittel innerhalb des Krypto-Ökosystems verwendet werden (siehe Abbildung C). Zwar sind durch die relativ geringe Nutzung von Stablecoins im Euroraum die unmittelbaren Risiken für die Refinanzierung der Banken begrenzt. Für die Zukunft lassen sich jedoch drei potenzielle Schwachstellen erkennen, sollten sich Stablecoins deutlich stärker durchsetzen: a) das Risiko von Runs auf Stablecoins und sogenannten Entkopplungsereignissen („De-Pegging"), bei denen Stablecoins erheblich von ihrem Nennwert abweichen, b) potenzielle Übertragungseffekte infolge einer Liquidierung von Stablecoin-Reserven in US-Dollar und c) ein möglicher Kanal der Währungssubstitution. Sollte sich die Nutzung von auf US-Dollar lautenden Stablecoins durch Verbraucher im Euroraum über Transaktionen mit Kryptowerten

hinaus ausweiten, könnten deren Bestände an nicht auf Euro lautenden Stablecoins zunehmen. Je nach Umfang könnte diese Ausweitung sich auf die Einlagenfinanzierung der Banken, die geldpolitische Transmission und die Rolle von auf Euro lautenden Zahlungsinstrumenten auswirken.[9] Angesichts der Bedeutung von Stablecoins im Krypto-Ökosystem könnte ein schwerer, auf den Stablecoin wirkender Schock (z. B. ein Entkopplungsereignis) nachteilige Folgen haben.[10] Da die meisten Stablecoin-Inhaber auch andere Kryptowerte besitzen, wäre ein größerer Teil ihres Portfolios davon betroffen. Umgekehrt könnte ein negativer Preisschock bei den Kryptowerten eine Verkaufswelle bei Stablecoins auslösen. Dies hätte möglicherweise eine Entkopplung vom Referenzwert und zusätzliche Vermögenseffekte zur Folge. Das parallele Halten von Stablecoins und anderen Kryptowerten deutet darauf hin, dass die Nutzung von Stablecoins als wechselseitiger Übertragungskanal zwischen Kryptowerten und Anlegervermögen fungiert. Schocks können zudem das Vertrauen der Anleger in Stablecoins untergraben und die Kryptomärkte noch instabiler machen.[11] Schwankende Bewertungen von Kryptowerten können über Stablecoins das Vertrauen der Anleger gefährden.

Die CES-Daten deuten darauf hin, dass von den derzeitigen Beständen zwar nur begrenzte Risiken für die Finanzstabilität im Euroraum ausgehen, sich dies jedoch ändern könnte, wenn die Nutzung von Stablecoins deutlich zunimmt. Im Zuge der weiteren Marktentwicklung könnten die Verbraucher im Euroraum zunehmend private, nicht von Banken emittierte und nicht auf Euro lautende Stablecoins halten – insbesondere mit dem Eintritt jüngerer, kryptoaffinerer Generationen in diese Märkte. Zwar können weiterhin Übertragungsrisiken infolge grenzüberschreitender Regulierungsarbitrage bestehen. Mit der Verordnung über Märkte für Kryptowerte hat die EU jedoch einen robusten Regulierungsrahmen geschaffen, der viele der erörterten Risiken mindert. Um das Verbrauchervertrauen zu stärken und die Risiken für das Verbrauchervermögen zu begrenzen, ist es weiterhin unerlässlich, sowohl die Verbraucherengagements als auch die Ansteckungskanäle zu überwachen.

Literaturverzeichnis

Aerts, S., Born, A., Gati, Z., Kochanska, U., Lambert, C., Reinhold, E. und van der Kraaij, A. (2025a), Just another crypto boom? Mind the blind Spots, Financial Stability Review der EZB, Mai.

Aerts, S., Lambert, C. und Reinhold, E. (2025b), Stablecoins on the rise: still small in the euro area, but spillover risks loom, Financial Stability Review der EZB, November.

9 Siehe Altavilla et al. (2026).

10 Siehe Du et al. (2025).

11 Siehe Vidal-Tomás (2025).

Altavilla, C., Boucinha, M., Burlon, L., Adalid, R., Fortes, R. und Maruhn, F. (2026), Stablecoins and monetary policy transmission, Working Paper Series der EZB, Nr. 3199, März.

Bańkowska, K., Borlescu, A. M., Charalambakis, E., Dias Da Silva, A., Di Laurea, D., Dossche, M., Georgarakos, D., Honkkila, J., Kennedy, N., Kenny, G., Kolndrekaj, A., Meyer, J., Rusinova, D., Teppa, F. und Törmälehto, V. M. (2021), ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 287, Dezember.

Bertsch, C. (2023), Stablecoins: Adoption and Fragility, Working Paper Series der Sveriges Riksbank, Nr. 423, 16. Mai.

Di Iorio, A., Di Stefano, E., Mascioli, M. und Trebeschi, G. (2026), Are Stablecoins efficient for Remittances? Evidence from a Mystery Shopping Exercise by Banca d'Italia, Markets, Infrastructures, Payment Systems, Nr. 86, Banca d'Italia, Juli.

Du, C., Sonawane, R. und Watsky, C. (2025), In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank failure and its impact on Stablecoins FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17. Dezember.

Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2025), Crypto-assets and decentralised finance – report on stablecoins, crypto-investment products and multifunction groups, Oktober.

Ferrari Minesso, M. und Habib, M. M. (2022), Euro-based stablecoins, The international role of the Euro, EZB, Juni.

Georgarakos, D. und Kenny, G. (2022), Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey, Journal of Monetary Economics, Bd. 129(S), Juli, S. 1-14.

Vidal-Tomás, D. (2025), Centralized Exchanges & Proof-of-Solvency: The guardians of trust, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Bd. 103, Artikel 102183, September.

Vlaicu, R. C. (2026), What's the impact of Stablecoins on remittances and Regulatory Risks?, Inter-American Development Bank (IDB) Blog, IDB, 26. März.

Aufsätze

1 Industriepolitik in der EU: neue Chancen, alte Risiken?

Sam Langfield, Daphne Momferatou und Ralph Setzer

1 Begriffsbestimmung und Bedeutung für Zentralbanken

Industriepolitik lässt sich als staatlicher Eingriff definieren, der auf eine strukturelle Transformation der Wirtschaft abzielt, um ein Ziel von öffentlichem Interesse zu erreichen. Mit industriepolitischen Maßnahmen werden Produktionsfaktoren bewusst in bestimmte Sektoren gelenkt. Damit unterscheidet sich die Industriepolitik konzeptionell von gesamtwirtschaftlichen Stabilisierungsmaßnahmen und strukturpolitischen Maßnahmen, die auf eine Verbesserung der allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen abzielen (Juhász et al., 2024). Auch die Strukturpolitik kann uneinheitliche Auswirkungen haben. So würde beispielsweise eine Steuergutschrift für Forschung und Entwicklung (F&E) F&E-intensive Branchen begünstigen. Dennoch ist die konzeptionelle Unterscheidung hilfreich, um Maßnahmen zu identifizieren, die explizit eine sektorale Reallokation zum Zweck haben.

Industriepolitische Maßnahmen lassen sich mit Marktversagen begründen, doch führt ihre Selektivität zu Effizienz- und Governance-Risiken. Industriepolitik kann dazu beitragen, Koordinierungsfehlern, Wissensexternalitäten und Anfälligkeiten entgegenzuwirken (Internationaler Währungsfonds, 2025). Da mit Interventionen jedoch selektiv bestimmte Sektoren oder Aktivitäten gefördert werden, sind sie auch mit Opportunitätskosten verbunden. Eine Verlagerung von Ressourcen weg von möglicherweise produktiveren Verwendungsbereichen birgt das Risiko einer ineffizienten Allokation. Grund hierfür sind das begrenzte Wissen der politischen Entscheidungsträger und die Möglichkeit von „Rent Seeking“, insbesondere in einem Umfeld mit geringer institutioneller Qualität. In der Vergangenheit hatte dies häufig zur Folge, dass Regierungen politisch einflussreiche etablierte Unternehmen unterstützten, anstatt echtes Marktversagen anzugehen (Grossman und Helpman, 1994). Es stellt sich die Frage, ob die moderne Industriepolitik Informationsfriktionen überwinden, sich dem ungebührlichen Einfluss von Interessengruppen widersetzen und institutionelle Ineffizienzen im aktuellen Kontext der Europäischen Union vermeiden kann.

Industriepolitische Maßnahmen von Regierungen haben gesamtwirtschaftliche Auswirkungen, die auch die geldpolitische Transmission beeinflussen können. Sektorspezifische Interventionen verändern die relativen Preise, etwa durch die Subventionierung von Faktorkosten. Sonstige allgemeine Gleichgewichtseffekte ergeben sich aus grenzüberschreitenden Übertragungseffekten, politischen Reaktionen anderer Regierungen und Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen. Wirksame Interventionen können das Potenzialwachstum erhöhen oder die

Auswirkungen von Preisschocks auf die Inflation dämpfen. Schlecht konzipierte Maßnahmen können indes dazu führen, dass Sektoren mit beschränkten Kapazitäten subventioniert und wirtschaftliche Entscheidungen verzerrt werden. Unterscheidet sich die Industriepolitik von Land zu Land, kann dies auch die relative Wettbewerbsfähigkeit der Länder und die Fragmentierung der Finanzmärkte beeinflussen, was wiederum Folgen für die geldpolitische Transmission hat. Deshalb ist es wichtig, dass die Zentralbanken die Ausgestaltung und die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Industriepolitik beurteilen.

Als Reaktion auf die geoökonomische Fragmentierung, den raschen technologischen Fortschritt und den Klimawandel hat die Industriepolitik weltweit wieder an Bedeutung gewonnen. Im Folgenden wird das Comeback der Industriepolitik beschrieben. Zudem werden die Belege für ihre Wirksamkeit beleuchtet und die spezifischen Chancen und Risiken der Industriepolitik im EU-Kontext untersucht. Anschließend werden wesentliche Grundsätze für die Gestaltung der Industriepolitik in Europa aufgezeigt.

2 Comeback der Industriepolitik

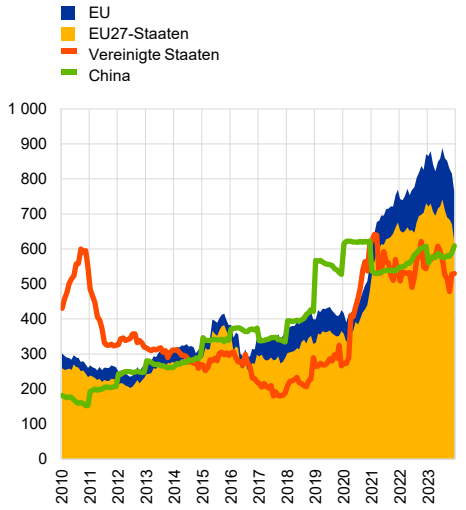
In den großen Volkswirtschaften wird immer stärker auf industriepolitische Maßnahmen zurückgegriffen. Zur Förderung ausgewählter Sektoren setzen die Regierungen gezielte Zuschüsse, Eigenkapital- und Kreditförderung, Handelsmaßnahmen und Lokalisierungsauflagen ein. In der EU und ihren Mitgliedstaaten ist die Zahl derartiger Maßnahmen gestiegen, wobei in den Vereinigten Staaten und China ähnliche Muster zu beobachten sind (siehe Abbildung 1, Grafik a). Auch Forscherinnen und Forscher zeigen erneut Interesse an der Industriepolitik. So hat sich der Anteil der Forschungsbeiträge mit Bezug zur Industriepolitik seit 2020 mehr als verdoppelt (siehe Abbildung 1, Grafik b).

Abbildung 1

Comeback der Industriepolitik in Praxis und Forschung

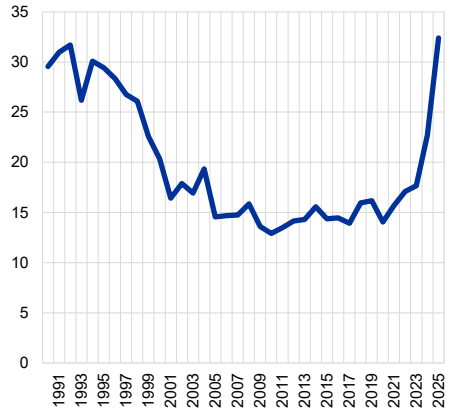
a) Anzahl der industriepolitischen Maßnahmen der EU und ihrer Mitgliedstaaten im Vergleich zu China und den Vereinigten Staaten

(Anzahl der Maßnahmen)



b) Forschungsbeiträge mit Bezug zur Industriepolitik als prozentualer Anteil an den Forschungsbeiträgen mit Bezug zur Wirtschaftspolitik

(in %)



Quellen: New Industrial Policy Observatory, Evenett et al. (2024, 2025) und Google Scholar.
Anmerkung: Grafik a stellt die Zahl der industriepolitischen Maßnahmen in einem rollierenden Zwölfmonatszeitraum dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2023. Grafik b zeigt für jedes Jahr die Zahl der Forschungsbeiträge mit Bezug zur Industriepolitik als prozentualen Anteil an den Forschungsbeiträgen mit Bezug zur Wirtschaftspolitik.

Dass die Industriepolitik erneut in den Blickpunkt gerückt ist, geht auch auf drei strukturelle Trends zurück: die geoökonomische Fragmentierung, den technologischen Fortschritt und den Klimawandel.

Erstens legt die geoökonomische Fragmentierung Schwachstellen in den Lieferketten offen und lässt Bedenken über die Widerstandsfähigkeit aufkommen. Die Pandemie und die jüngsten Konflikte haben die gesamtwirtschaftlichen Risiken verdeutlicht, die mit externen Abhängigkeiten verbunden sind. Die stärker interventionistische Handelspolitik der Vereinigten Staaten und die technologischen Neuerungen in China, die zum Teil durch die dortige Industriepolitik unterstützt werden, gestalten die globalen Produktionsnetzwerke weiter um. Während die niedrigeren Importpreise die Terms of Trade verbessern, steigt aufgrund der Abhängigkeit von ausländischen Kapazitäten das Risiko von Angebotsstörungen und geoökonomischen Zwängen. Dies veranlasst die Politik dazu, als Schutz vor Preis- und Mengenschocks zu intervenieren.

Zweitens führt der rasche technologische Wandel zu diskreten Verschiebungen des Produktionspotenzials nach außen. Im Zuge der Durchbrüche bei Universaltechnologien, wie etwa bei künstlicher Intelligenz und Robotik, steigen die Opportunitätskosten für diejenigen, deren Geschäft hinter der globalen Produktivitätsgrenze zurückbleibt. Die Dynamik der technologischen Entwicklung kann dazu anregen, in bestimmten Sektoren zu intervenieren, um Innovationen im Inland anzukurbeln (durch Maßnahmen, die Wissensexternalitäten

Rechnung tragen und Finanzierungsbeschränkungen entgegenwirken) oder deren Einführung zu beschleunigen (durch Maßnahmen, die gezielt bei Koordinierungsfehlern und Netzwerkexternalitäten ansetzen). Eine wirksame Umsetzung innovationsorientierter Industriepolitik erfordert die Überwindung von Informationsbeschränkungen, damit Marktversagen präzise angegangen werden kann.

Drittens erfordert der Klimawandel umfangreiche Sachinvestitionen. Anreize für notwendige Investitionen werden vorrangig über die CO2-Bepreisung geschaffen. Dabei werden die zugrunde liegenden ökologischen Externalitäten internalisiert. Die Preissignale können jedoch durch Investitionshemmnisse geschwächt werden, wie etwa durch Koordinierungsfehler bei der Bereitstellung der Infrastruktur, Netzwerkeffekte bei klimafreundlichen Technologien und finanzielle Friktionen. Dies könnte eine klimabezogene Industriepolitik begründen, die die CO2-Bepreisung durch sektorale Interventionen ergänzt.

Die genannten Interventionsgründe stehen weitgehend im Einklang mit den genannten strukturellen Trends, wobei jedoch je nach Volkswirtschaft ein anderer Schwerpunkt gesetzt wird. So stehen die Maßnahmen der EU häufiger mit dem Klimaschutz im Zusammenhang, während die Vereinigten Staaten bei ihren Maßnahmen einen stärkeren Schwerpunkt auf die Widerstandsfähigkeit legen und Chinas Interventionen häufiger auf die Wettbewerbsfähigkeit abzielen.[1]

3 Industriepolitische Instrumente und ihre empirische Wirksamkeit

Bandbreite und Zielsetzungen der industriepolitischen Instrumente

Die moderne Industriepolitik stützt sich auf ein etabliertes Instrumentarium. Der vorliegende Aufsatz konzentriert sich in Anlehnung an Evenett et al. (2024, 2025) auf sektorspezifische Instrumente, die sich danach klassifizieren lassen, ob sie finanzielle Unterstützung zur Verfügung stellen oder den Marktzugang einschränken.[2] Eine solche Klassifizierung ist notwendig, da die Ergebnisse von den erklärten industriepolitischen Absichten abweichen können.

Zuschüsse: Nicht rückzahlbare Zuschüsse, Entlastungen bei Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen, Produktionssubventionen, Sachleistungen und Preisstabilisierungsmaßnahmen verändern die Kostenstruktur der Unternehmen. Ähnliche Effekte können sich auch indirekt ergeben, etwa wenn bei der Vergabe

1 Den Daten des New Industrial Policy Observatory zufolge waren 40 % der Maßnahmen durch den Klimaschutz, 39 % durch die Wettbewerbsfähigkeit und 21 % durch die Widerstandsfähigkeit motiviert. 49 % der Interventionen der EU und ihrer Mitgliedstaaten entfallen auf den Klimaschutz und im Vergleich dazu 12 % auf die Widerstandsfähigkeit. Von den US-Interventionen zielen 39 % auf die Widerstandsfähigkeit ab, während 73 % der chinesischen Interventionen auf die Wettbewerbsfähigkeit entfallen.

2 Diese engere Klassifizierung schließt allgemeinere makrofinanzielle Instrumente aus, die gelegentlich mit der Industriepolitik in Verbindung gebracht werden, wie etwa Finanzrepression, Aufbau von Währungsreserven und Kapitalverkehrskontrollen (Gourinchas et al., 2026).

öffentlicher Aufträge oder bei Verteidigungsaufträgen entsprechende zivile Technologien oder Unternehmen unterstützt werden. Diese Instrumente bieten zwar unmittelbar Unterstützung, belasten aber die öffentlichen Haushalte. Werden Subventionen ohne strenge Auflagen und Ausstiegskriterien gewährt, sind sie anfällig gegenüber dem Druck von Interessengruppen. Dies führt zu einer Fehlallokation der Ressourcen, da die subventionierten Unternehmen von der Marktdisziplin abgeschirmt werden.

Eigenkapital- und Kreditförderung: Durch staatlich geförderte Kredite, Garantien, Zinsvergünstigungen und Eigenkapitalzuführungen werden Risiken aus den Bilanzen des privaten Sektors auf den öffentlichen Sektor übertragen. Mit solchen Eingriffen können gezielt bestimmte Sektoren unterstützt werden, indem die Kapitalkosten für die begünstigten Unternehmen – insbesondere für jene, die neue Technologien entwickeln – gesenkt werden (siehe Kasten 1). Die Wirksamkeit dieser Instrumente hängt jedoch von einer sorgfältigen Ausgestaltung ab: Schlecht konzipierte Maßnahmen können die öffentlichen Haushalte belasten, private Investitionen verdrängen und unproduktive Unternehmen stützen.

Handelspolitik: Die Regierungen führen Einfuhrzölle, Quoten, Antidumpingzölle und Exportkontrollen ein, um in bestimmten Sektoren die Preise und Mengen ausländischer Waren im Verhältnis zu inländischen Waren zu beeinflussen. Solche Maßnahmen können inländische Produktionskapazitäten vor außenwirtschaftlichem Konkurrenzdruck schützen und die Versorgung sichern. Sie können jedoch auch zu höheren nachgelagerten Kosten führen und den komparativen Kostenvorteil schmälern. Dies würde die globalen Lieferketten stören und die Gefahr von Gegenreaktionen erhöhen. Aus Sicht der öffentlichen Finanzen sind die Nettoeffekte der Handelsmaßnahmen uneindeutig. Zölle können zwar Einnahmen erzeugen, doch hängen die Ergebnisse von den Importelastizitäten ab.

Lokalisierung: Local-Content-Anforderungen, die ein bestimmtes Maß an inländischer Wertschöpfung vorsehen, Beschaffungspräferenzen, Beschränkungen ausländischer Direktinvestitionen und sektorspezifische Regelungen begrenzen den Marktzugang. Durch diese Interventionen können zwar technologische Standards koordiniert und inländische Kapazitäten ohne wesentliche Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen aufgebaut werden, doch sie stellen auch einen impliziten Protektionismus dar. Compliance-Kosten verzerren Entscheidungen auf Unternehmensebene, und Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen und grenzüberschreitenden Wettbewerb können zu einer Fragmentierung der Märkte führen. Das Ausmaß dieser Effekte hängt jeweils vom Umfang der Maßnahmen ab.

Der Mix an industriepolitischen Maßnahmen variiert in den großen Volkswirtschaften. Gemessen an der Anzahl der erfassten Interventionen im Zeitraum von 2020 bis 2024 führen die EU und ihre Mitgliedstaaten zusammen die Rangliste der G20-Länder an. Dabei ist die Eigenkapital- und Kreditförderung das am häufigsten genutzte Instrument (siehe Abbildung 2, Grafik a). Dies ist unter anderem auf die Maßnahmen im Zusammenhang mit der Pandemie und der Energiekrise zurückzuführen. Die Anzahl der Interventionen gibt aber nicht deren fiskalische Tragweite wieder. Zudem steht sie unter dem Einfluss eines unterschiedlichen Grads an Transparenz. So sorgt der Rahmen der EU für staatliche

Beihilfen dafür, dass die Maßnahmen der EU besonders gut sichtbar sind. China verzeichnet weniger Interventionen, setzt aber auf umfangreichere fiskalische und quasi-fiskalische Stützungsmaßnahmen, darunter Zuschüsse, Unterstützung für staatliche Unternehmen und staatlich gelenkte Finanzierungen (Garcia-Macia et al., 2025; Attinasi et al., 2026). In den Vereinigten Staaten ist ein einheitlicherer Mix zu beobachten, wobei in beachtlichem Umfang Lokalisierungsauflagen zum Einsatz kommen. Andere G20-Länder greifen in geringerem Maße auf die Industriepolitik zurück und setzen tendenziell stärker auf handelspolitische Maßnahmen.

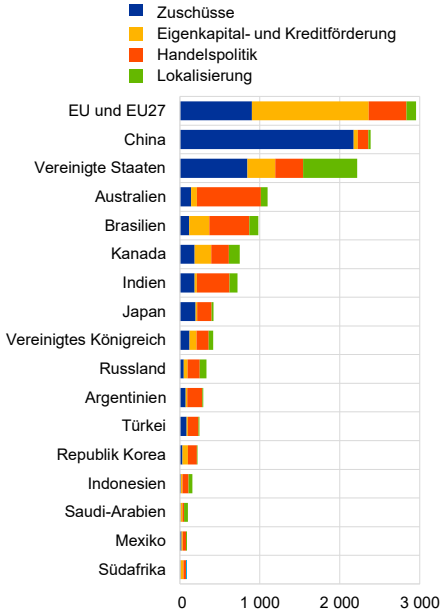
Die gesamtwirtschaftlichen Effekte hängen auch von den jeweiligen Sektoren ab, für die Interventionen vorgesehen sind. Als Ansatzpunkt für Interventionen bieten sich von Natur aus Industriezweige an, die für Engpässe in den Lieferketten verantwortlich sind, sowie aufstrebende F&E-intensive Sektoren. Jakubik und Langfield (2026) finden einige Belege für Maßnahmen, die Engpässe ins Visier nehmen, aber wenig Belege für Maßnahmen, die auf Forschung und Entwicklung abzielen. Stattdessen erfolgen industriepolitische Interventionen häufiger bei Produkten, auf die bereits ein großer Exportanteil entfällt (siehe Abbildung 2, Grafik b). Hinter solchen Interventionen steht womöglich die Absicht, Exportsektoren gegen staatlich subventionierte Wettbewerber aus dem Ausland zu schützen. Allerdings können sie unbeabsichtigt dazu führen, dass etablierte Unternehmen gegen die Marktdisziplin abgeschirmt werden.

Abbildung 2

Industriepolitische Maßnahmen nach Instrumentenart und Exportanteil der betroffenen Produkte

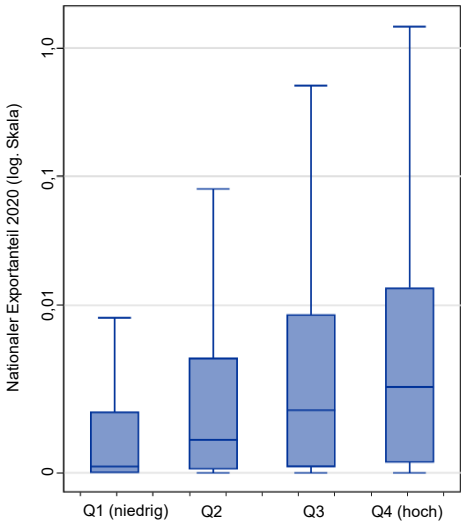
a) Aufschlüsselung der industriepolitischen Maßnahmen der EU und ihrer Mitgliedstaaten nach Instrumentenart im Vergleich zu G20-Staaten

(Anzahl der Maßnahmen)



b) Exportanteile auf Produktebene nach Quartil der Intensität der industriepolitischen Interventionen

(in %)



Quellen: New Industrial Policy Observatory, Evenett et al. (2024, 2025) sowie Jakubik und Langfield (2026).
Anmerkung: Grafik a zeigt die kumulierte Anzahl der im Zeitraum 2020-2024 durchgeführten industriepolitischen Maßnahmen in den G20-Ländern nach Instrumentenart. Anders als bei den Angaben zu staatlichen Beihilfen in Kasten 2 werden hier auch krisenbedingte Maßnahmen berücksichtigt, da damit die Zusammensetzung neu beschlossener Maßnahmen verglichen werden soll. Grafik b ist ein Kastendiagramm der nationalen Exportanteile auf Produktebene im Jahr 2020 (logarithmischer Maßstab) für die EU und ihre Mitgliedstaaten, unterteilt nach Quartilen der Interventionsintensität im Zeitraum 2020-2024.

Kasten 1

Finanzierung von Innovationen durch öffentliche Institutionen

Sam Langfield und Nikolaos Papadatos

Etwa ein Drittel der Engagements an europäischen Wagniskapitalmärkten entfällt auf staatlich garantiertes Kapital. Durch eine derartige Finanzierung kann einem mit der technologischen Grenze verbundenen Marktversagen entgegengewirkt werden (einschließlich finanzieller Friktionen und Wissensexternalitäten). Um allerdings positive Ergebnisse zu erzielen, ist die institutionelle Ausgestaltung maßgeblich. Im vorliegenden Kasten werden unterschiedliche institutionelle Ausgestaltungen vorgestellt und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen betrachtet.

In Europa basiert die Finanzierung von Innovationen durch öffentliche Institutionen auf verschiedenartigen Mandaten. Einige Institutionen verfolgen allgemeine Entwicklungsziele. Hierbei verknüpfen sie die Unterstützung von Innovationen mit der Exportförderung und der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs). Andere hingegen agieren als klar eingegrenzte, auf die Aufgabenstellung ausgerichtete Stellen, die spezifische technologische Friktionen in den Blick nehmen. In Abbildung A, Grafik a werden zwei Aspekte dieser Heterogenität der Risikobereitschaft dargestellt, nämlich der Anteil der Transaktionen mit Unternehmen in einer frühen

Entwicklungsphase und das Medianalter der im Portfolio enthaltenen Unternehmen. Kürzlich errichtete öffentliche Institutionen wie die deutsche Bundesagentur für Sprunginnovationen SPRIN-D oder die schwedische Saminvest weisen eine hohe Ausfalltoleranz auf und investieren vornehmlich in junge, etwa zwei Jahre alte Unternehmen. Im Gegensatz dazu zielen etablierte Institutionen wie die finnische Tesi auf Unternehmen ab, die im Schnitt sechs bis acht Jahre alt sind, und nehmen eher den Skalierungsbedarf als die frühzeitige Entwicklung in den Blick. Auf EU-Ebene haben der Europäische Investitionsfonds (EIF) und der Europäische Innovationsrat (EIC) eine Stellung zwischen beiden Polen inne: Ungefähr die Hälfte ihrer Transaktionen entfällt auf Unternehmen in der frühen Entwicklungsphase.

Die Ausrichtung auf die frühe Entwicklungsphase und die Größe der jeweiligen Förderinstitution korrelieren negativ miteinander. So zielen kleinere Institutionen tendenziell auf Unternehmen in einer frühen Entwicklungsphase ab, während größere Institutionen im Bereich der mittleren bis späten Entwicklungsphasen agieren. Die Institutionen, die Grundlagenforschung unterstützen, bleiben daher im Verhältnis zum Gesamtbestand an staatlichem Wagniskapital klein. Die Größe hat auch Einfluss auf die Investitionsmodalitäten. Größere Institutionen wie der EIF nutzen Strukturen mit Dachfonds. Dies erleichtert den großvolumigen Kapitaleinsatz, denn die Projektauswahl wird an private Vermögensverwalter ausgelagert. Kleinere Einrichtungen werden in der Regel direkt auf Unternehmensebene tätig.

Diese Investitionsansätze haben jeweils sehr unterschiedliche Auswirkungen. Durch die Nutzung von Dachfonds werden das Risiko einer Vereinnahmung verringert und die Entwicklung am Markt für Wagniskapital gestützt; im Gegensatz dazu ermöglichen Direktinterventionen die Feinabstimmung der Portfolioallokation anhand der politischen Prioritäten (Moretti, 2025). Darüber hinaus hat die Ausrichtung einer Institution auf die jeweilige Entwicklungsphase Einfluss darauf, ob öffentliche Gelder privates Kapital ergänzen oder verdrängen. In diesem Zusammenhang werden in späteren Entwicklungsphasen erfolgende Interventionen vor allem durch drei Faktoren begrenzt. Erstens: Der fiskalische Spielraum reicht bezogen auf den gesamten Finanzierungsbedarf von Scale-ups nicht aus. Zweitens: Interventionen in späteren Phasen laufen Gefahr, private Investitionen zu verdrängen. Zwar kann eine moderate staatliche Beteiligung eine Ergänzung darstellen, aber durch eine stärkere Beteiligung wird privates Kapital verdrängt (Brander et al., 2015). Drittens: Die Finanzierung in späteren Phasen ist möglicherweise insoweit weniger effizient, als durch Interventionen eher inkrementelle Innovationen innerhalb etablierter Unternehmen subventioniert werden als die Grundlagenforschung von Start-ups (Aragoneses und Saxena, 2025).

Die geografische Streuung zeigt einen weiteren Aspekt der Heterogenität auf. Gemessen am Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) weisen die meisten Portfolios nationaler öffentlicher Institutionen Werte in der Nähe von eins auf, da nahezu ausschließlich in inländische Unternehmen investiert wird (siehe Abbildung A, Grafik b). EIF und EIC vergeben ihre Mittel dagegen stärker verteilt auf Unternehmen in der EU. Auch zwei nationale Agenturen weisen ein relativ niedriges HHI-Niveau auf. Diese sind die deutsche SPRIN-D, die mithilfe offener Ausschreibungen in Wettbewerbsform Bewerber aus dem Ausland anspricht, und die polnische Agentur PFR Ventures, die ein dachfondsbasiertes Modell vorzieht, das mehr Diversifizierung ermöglicht. Zwar ist die Ausrichtung auf inländische Unternehmen mit einem lokalen Informationsvorteil verbunden, aber es besteht die Gefahr einer Fragmentierung des Europäischen Binnenmarktes, sollten die Institutionen in einen Subventionswettlauf eintreten. Die von EIF und EIC bereitgestellte Innovationsförderung entspricht eher einer Vertiefung des Marktes. Da nationale Agenturen aber auch grenzüberschreitend tätig sind, deutet dies darauf hin, dass die Einbettung auf lokaler Ebene und die Erprobung

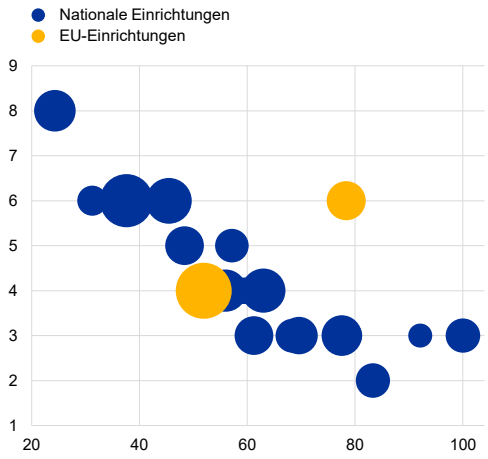
unterschiedlicher Förderansätze auf nationaler Ebene nicht zwangsläufig mit einem übermäßig starken Home Bias einhergehen.

Abbildung A

Ausrichtung auf Entwicklungsphasen und geografische Konzentration bei staatlichem Wagniskapital

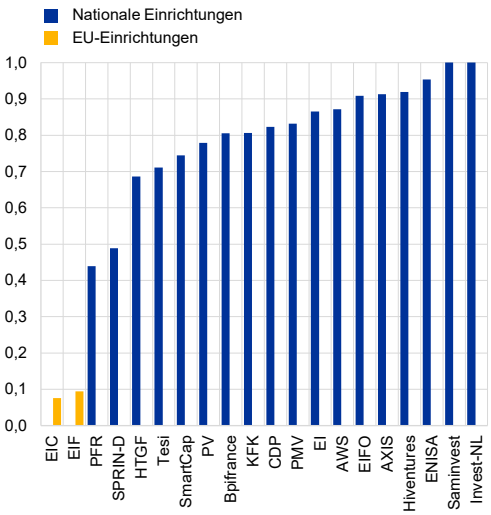
a) Medianalter der Unternehmen im Portfolio und Anteil der Transaktionen mit Unternehmen in einer frühen Entwicklungsphase

(y-Achse: Jahre; x-Achse: Anteil der Transaktionen in %)



b) Länderbezogene Konzentration der Unternehmen im Portfolio

(Herfindahl-Hirschman-Index)



Quellen: Pitchbook und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a wird das (in Jahren bemessene) Medianalter der Unternehmen im Portfolio, die durch öffentliche Institutionen für Innovation in der Zeit von 2015 bis 2025 akquiriert wurden (y-Achse), dem Anteil der Portfolio-Unternehmen in der Frühphase gegenübergestellt; darunter fallen Unternehmen, denen Zuschüsse, Start- oder Frühphasen-Wagniskapital gewährt wurden, sowie Unternehmen im Akzelerator oder Inkubator (x-Achse). Die Größe der Markierungen entspricht den von der öffentlichen Institution verwalteten logarithmierten Vermögenswerten. In Grafik b wird der Herfindahl-Hirschman-Konzentrationsindex des Landes dargestellt, in dem die Portfolio-Unternehmen ihren Hauptsitz haben. In beiden Grafiken bezeichnet die Farbe gelb die beiden auf EU-Ebene tätigen Agenturen (EIC und EIF). Blau kennzeichnet die nationalen Institutionen.

Staatliches Wagniskapital kann je nach institutioneller Ausgestaltung zu technologischen Innovationen und deren Einführung beitragen. Fließt Wagniskapital in Unternehmen, die sich in einer frühen Entwicklungsphase befinden, steigt die Anzahl von Patentanmeldungen (Popov und Roosenboom, 2012). Um einen erfolgreichen Ausstieg eines Unternehmens über den Markt zu erreichen, muss das Kapital durch autonome Institutionen, die über Erfahrung hinsichtlich Auswahl und Verwaltung von Projekten verfügen, gemanagt werden (Bottazzi et al., 2008). Öffentlich-private Ko-Investitionsrunden ermöglichen es öffentlichen Institutionen, in der Frühphase auftretende Risiken zu absorbieren und zugleich die Marktdisziplin aufrecht zu erhalten (Çamoğlu, 2026). In späteren Phasen muss für öffentliche Beteiligungen zwischen der Expansionsförderung des Unternehmens und der Verdrängung privater Investoren abgewogen werden. Um dieses Spannungsverhältnis aufzulösen, müssen umfangreiche Ressourcen an langfristigem Privatkapital mobilisiert werden, vor allem bei Pensionseinrichtungen und Versicherungsgesellschaften (Kukies und Noyer, 2026). Dies unterstreicht die Notwendigkeit, die Kapitalmärkte ergänzend zu einer innovationsorientierten Industriepolitik zu vertiefen.

Empirische Beurteilung der Wirksamkeit

Die Wirksamkeit der Industriepolitik lässt sich nur aus gesamtwirtschaftlicher Sicht beurteilen. Bei der Wohlfahrtsbewertung muss berücksichtigt werden, ob Produktivitäts- oder Resilienzgewinne die von der Verlagerung der Produktionsfaktoren ausgehenden Effekte rechtfertigen. Alle Bewertungen erfordern ein kontrafaktisches Szenario. Resilienz lässt sich jedoch – insbesondere, wenn kein negativer Schock eintritt – schwerer beobachten und quantifizieren. Folglich konzentriert sich die empirische Literatur vor allem auf beobachtbare Ergebnisse wie Investitionen, Beschäftigung und Produktivität. Allerdings gelten für Resilienzziele dieselben gesamtwirtschaftlichen Zielkonflikte: Selbst wenn zielgerichtete Interventionen auf Sektorebene zu einer höheren Resilienz führen, können sie die Widerstandsfähigkeit der Gesamtwirtschaft verringern. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn Ressourcen von anderen kritischen Aktivitäten abgezogen werden oder wenn geschützte etablierte Unternehmen noch weiter gefestigt werden.

Frühe empirische Analysen kamen zu dem Ergebnis, dass sektorale Interventionen Ressourcen tendenziell in Branchen mit einer rückläufigen Entwicklung lenkten und somit zu einer Dämpfung des Produktivitätswachstums beitrugen. Länderübergreifende Panelstudien deuteten darauf hin, dass die Unterstützung häufig fehlgeleitet war (Pack, 2000). Zu demselben Ergebnis kamen Studien über Ostasien, darunter Japan (Beason und Weinstein, 1996) und Südkorea (Lee, 1996), sowie frühe Studien zur Verteilung staatlicher Beihilfen in Europa (Neven und Röller, 2000). Informationsbeschränkungen und Partikularinteressen hatten zur Folge, dass die Politik etablierte Unternehmen unterstützte, statt Sektoren mit hohem Potenzial zu fördern, die von Marktversagen betroffen waren (Pack und Saggi, 2006). Aus dieser Literatur entstand die lange vertretene Annahme, dass industriepolitische Maßnahmen nicht zu einer Verbesserung der totalen Faktorproduktivität führen dürften.

Jüngere Studien stellen fest, dass es bestimmte Rahmenbedingungen gibt, unter denen die Industriepolitik sektorspezifisches Marktversagen in Schwellenländern beheben kann. In diesen Studien werden die Auswirkungen industriepolitischer Maßnahmen und die zugrunde liegenden sektoralen Trends getrennt voneinander betrachtet. Dazu werden Unternehmensdaten und verbesserte Identifikationsstrategien verwendet. Der Erfolg einer Intervention hängt weniger davon ab, dass unbegrenzt Schutz geboten wird, sondern eher davon, dass die Unterstützung an Bedingungen geknüpft und der Wettbewerb beibehalten wird, sodass der Marktaustritt unproduktiver Unternehmen ermöglicht wird (Aghion et al., 2015; Lane, 2020). Sind die vorhandenen Institutionen jedoch schwach, können dieselben Instrumente ineffiziente etablierte Unternehmen stützen und Überkapazitäten bewirken (Barwick et al., 2025; Fang et al., 2025). Im Einklang mit diesen Bedenken geht aus der jüngsten Evidenz hervor, dass die Industriepolitik in China für eine geringere gesamtwirtschaftliche Produktivität verantwortlich ist, da die Produktionsfaktoren fehlgeleitet wurden (Garcia-Macia et al., 2025).

In reifen Volkswirtschaften lassen sich industriepolitische Maßnahmen nicht nur mit Koordinierungsfehlern, sondern auch mit mangelnden Investitionen in Wissen sowie mit Resilienz- und Sicherheitszielen begründen. Es wurde aufgezeigt, dass öffentliche Forschungs- und Vergabestellen in den Vereinigten Staaten die technologische Entwicklung beschleunigen, indem sie Innovationen bereits in einer frühen Phase unterstützen und den Transfer von Wissen fördern (Gross und Sampat, 2023; Gazzani et al., 2025). Die Evidenz zu Produktionssubventionen fällt gemischter aus: Durch den Kapazitätsausbau in den subventionierten Sektoren werden Ressourcen von nicht subventionierten Wettbewerbern abgezogen und gleichzeitig die öffentlichen Haushalte belastet (Goldberg et al., 2024). Die Fachliteratur lässt daher darauf schließen, dass der Nutzen der Industriepolitik in reifen Volkswirtschaften eindeutiger für die Grundlagenforschung als für die nachgelagerte Produktion belegt ist.

Analysen der Interventionen in Europa zeigen, wie schwer es ist, mit gezielten Stützungsmaßnahmen das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum zu steigern. Brandão-Marques und Toprak (2024) kommen zu dem Ergebnis, dass sich staatliche Beihilfen der EU zwar positiv auf die Beschäftigung und Einnahmen der betreffenden Unternehmen auswirken, aber keinen Einfluss auf die Investitionstätigkeit oder die Produktivität haben. Sie stellen zudem fest, dass sich negative Übertragungseffekte auf die Konkurrenten ergeben, die keine Beihilfen erhalten haben. Dadurch kann der unmittelbare Nutzen der Unterstützung innerhalb des Binnenmarkts aufgezehrt werden. Erkenntnisse aus regionalen Interventionen im Vereinigten Königreich gehen in die gleiche Richtung. Sie zeigen, dass sich durch die Stützungsmaßnahmen zwar die Beschäftigung im betroffenen Unternehmen erhöht hat, es aber zu keiner Verbesserung der totalen Faktorproduktivität kam (Criscuolo et al., 2019).

In offenen Volkswirtschaften unterliegt die Industriepolitik stärkeren Beschränkungen. An integrierten Märkten können unkoordinierte nationale Subventionen die relativen Preise verändern und den komparativen Kostenvorteil verzerren (Hodge et al., 2024). Zugleich haben Importzölle, die zum Schutz inländischer Kapazitäten eingeführt werden, höhere Inputkosten für das nachgelagerte verarbeitende Gewerbe zur Folge und dämpfen die Beschäftigung im Sektor (Flaaen und Pierce, 2026). Um diesen Herausforderungen zu begegnen, sollte die Industriepolitik gleiche Wettbewerbsbedingungen wahren und den Einfluss von Interessengruppen begrenzen.

4 Eine neue industriepolitische Strategie für Europa

Besonderheiten des EU-Kontexts

In der EU werden industriepolitische Maßnahmen in einem nur zum Teil integrierten Binnenmarkt durchgeführt. Eine dezentrale Industriepolitik birgt die Gefahr einer Wettbewerbsverzerrung, da die Ressourcen gemäß den unterschiedlichen Interventionsmöglichkeiten und -präferenzen der Länder verteilt

werden. Dadurch kann es zu Subventionswettläufen kommen. Ein wesentlicher Grundsatz der Vorschriften für staatliche Beihilfen ist es, diesen verzerrenden Effekt zu begrenzen. Die Vorschriften beschränken zwar die Möglichkeit, Unternehmen oder Sektoren selektiv wirtschaftliche Vorteile zu verschaffen, doch stellen die Mitgliedstaaten mithilfe der Industriepolitik weiterhin erhebliche fiskalische Unterstützung bereit, deren Gesamtumfang sich nur schwer messen lässt (siehe Kasten 2). Ein stärkerer Einsatz industriepolitischer Maßnahmen, die die öffentlichen Haushalte belasten, könnte eine weitere Koordinierung auf EU-Ebene und gegebenenfalls auch eine gemeinsame Beschlussfassung oder eine Zentralisierung industriepolitischer Instrumente erfordern. Dies könnte dazu beitragen, das Risiko einer Vereinnahmung durch lokale Interessen zu mindern, den Wettbewerb im gesamten Binnenmarkt zu bewahren und den Spielraum für eine lokale Fehlverwaltung zu verringern.

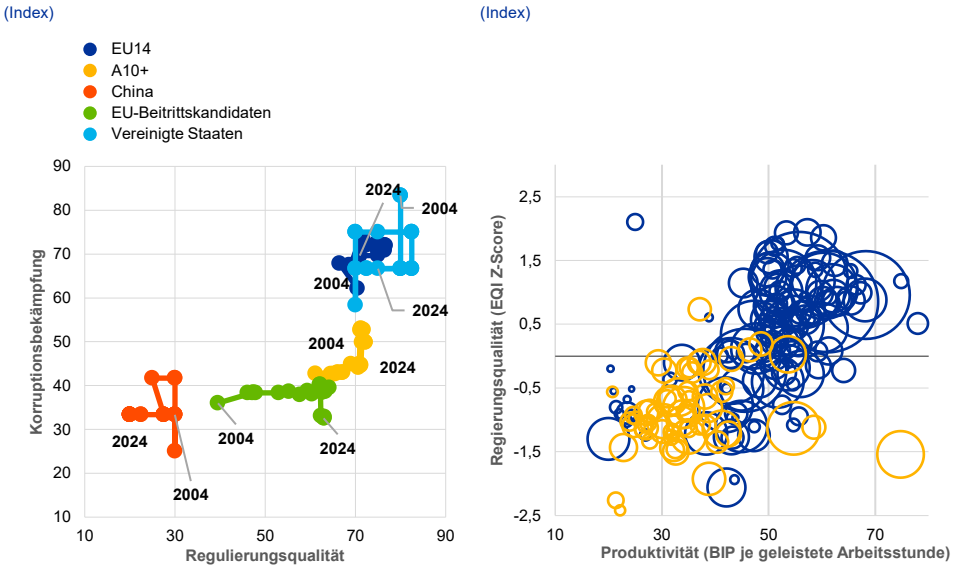
Das Fragmentierungsrisiko wird durch die unterschiedliche Qualität der Institutionen in den einzelnen Mitgliedstaaten noch verstärkt. Diskretionäre Eingriffe erfordern eine „eingebettete Autonomie“. So muss der Staat über die Ursachen von Friktionen informiert sein, auf „Rent Seeking“ verzichten und seine Unterstützung gemäß vorher festgelegter Ausstiegskriterien wieder zurückfahren (Rodrik, 2004). Allerdings unterscheiden sich die Institutionen in Europa. Auf nationaler Ebene gibt es zwischen den einzelnen Ländergruppen erhebliche Unterschiede in der Qualität der Regulierung und der Korruptionsbekämpfung (siehe Abbildung 3, Grafik a). Auf regionaler Ebene geht eine schwächere Regierungsqualität mit einer geringeren Arbeitsproduktivität einher (siehe Abbildung 3, Grafik b). Regionen, in denen produktivitätssteigernde Investitionen erforderlich sind, verfügen möglicherweise nicht über ausreichende administrative Kapazitäten, um Interventionen zu konzipieren und zu überwachen. Dies verschärft eine Fehlallokation von Ressourcen und die Vereinnahmung durch politische Interessen.

Abbildung 3

Institutionelle Qualität nach Ländern und Regionen

a) Zeitreihe der Korruptionsbekämpfung und der Regulierungsqualität nach EU-Ländergruppen im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und China

b) Zusammenhang zwischen Regierungsqualität und Arbeitsproduktivität in den EU-Regionen



Quellen: Governance Indicators der Weltbank, European Quality of Government Index (Universität Göteborg) und Eurostat.
Anmerkung: Grafik a zeigt die BIP-gewichtete Zeitreihe der Korruptionsbekämpfung und der Regulierungsqualität auf Länderebene im Zeitraum 2004-2024 nach Ländergruppen. Höhere Werte stehen für ein geringeres Korruptionsniveau und eine bessere Qualität der Regulierung. „EU14" steht für die EU in ihrer Zusammensetzung vor der EU-Erweiterung im Jahr 2004 (ohne das Vereinigte Königreich); „A10+" für die zehn Länder, die der EU 2004 beigetreten sind, zusätzlich Bulgarien, Rumänien und Kroatien; „EU-Beitrittskandidaten" für die neun Beitrittskandidaten im Jahr 2026. Grafik b zeigt die Regierungsqualität auf regionaler Ebene (NUTS-2) in Relation zur Arbeitsproduktivität (BIP je geleistete Arbeitsstunde) im Jahr 2024. Die Größe der Markierung ist proportional zum regionalen BIP gemessen in Kaufkraftstandards, d. h. bereinigt um Preisniveauunterschiede.

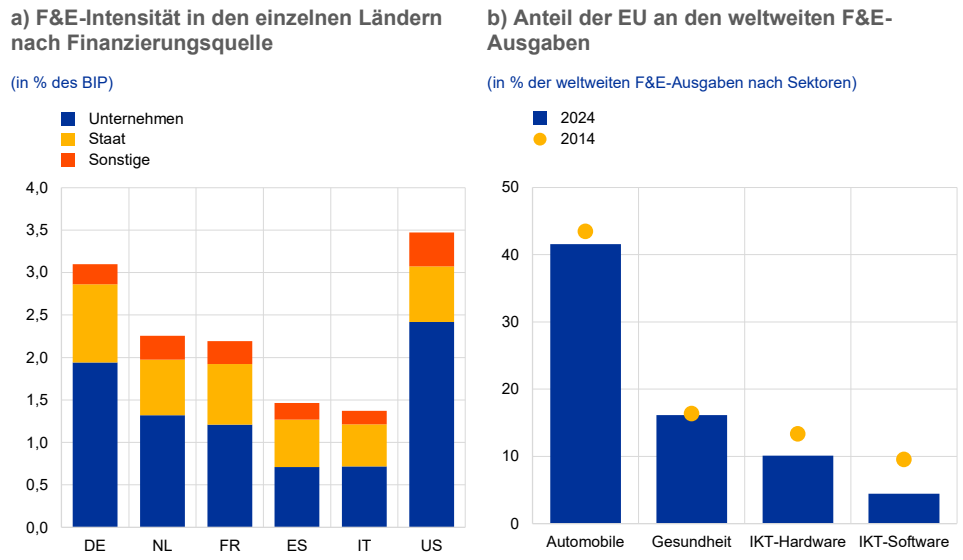
Die Wirkung der Industriepolitik hängt auch von der Finanzierungsstruktur ab sowie davon, ob regulatorische Hemmnisse für grenzüberschreitende Aktivitäten bestehen. In der EU wird Unterstützung hauptsächlich in Form von Krediten und Garantien gewährt. Dies geschieht über die nationalen Bankensektoren, wodurch inländische, kapitalintensive Unternehmen mit etablierten Bankbeziehungen begünstigt werden. Eine solche Unterstützung kann daher die Bevorzugung etablierter Unternehmen noch verstärken. Fragmentierte Aktienmärkte beschränken das Angebot an Risikofinanzierungen, und zwar insbesondere für Unternehmen, die auf immaterielles Kapital angewiesen sind. Diese bankbasierte Finanzierungsstruktur belastet das Wirtschaftswachstum (Langfield und Pagano, 2016). Gleichzeitig behindern die nationalen Unterschiede in den regulatorischen und insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen eine grenzüberschreitende Expansion auf Unternehmensebene (Baumann et al., 2026). Sektorspezifische Interventionen können daher eine tiefere Marktintegration nicht ersetzen. Fortschritte bei der Spar- und Investitionsunion, auch durch gemeinsame Rahmenwerke für das Unternehmensrecht und für die Reform der Alterssicherungssysteme, würden dazu beitragen, Wagniskapital zu mobilisieren und die Wirksamkeit der Industriepolitik in den innovationsintensiven Sektoren zu verbessern (Arampatzi et al., 2025).

Europas Position in Relation zur globalen Technologiegrenze wird durch seine institutionelle und finanzielle Architektur bestimmt. Die am BIP gemessenen

Ausgaben für Forschung und Entwicklung sind in der EU niedriger als in den Vereinigten Staaten; Grund hierfür sind schwächere Unternehmensinvestitionen (siehe Abbildung 4, Grafik a). Die sektorale F&E-Zusammensetzung in der EU konzentriert sich auf etablierte Industriesektoren (Fuest et al., 2024), wobei die Mittelzuweisungen für Hochtechnologiesektoren geringer sind (siehe Abbildung 4, Grafik b). Diese Zusammensetzung ist für die Produktivität von Bedeutung, da Hochtechnologiesektoren stärkere Übertragungseffekte erzeugen und einen erheblichen Teil der Produktivitätslücke zwischen der EU und den USA ausmachen (Bothner et al., 2026; Coatanlem und Coste, 2025).

Abbildung 4

Struktur der F&E-Ausgaben nach Sektoren und Ländern



Quellen: Innovation Scoreboard der Europäischen Kommission, Eurostat und OECD.
Anmerkung: Grafik a zeigt die F&E-Ausgaben in % des BIP in ausgewählten EU-Mitgliedstaaten und den Vereinigten Staaten, aufgeschlüsselt nach Finanzierungsquellen (die Kategorie „Sonstige“ umfasst die über Auslandsinvestitionen finanzierten F&E-Ausgaben). Grafik b zeigt die vier Sektoren mit den höchsten weltweiten F&E-Ausgaben (diese Sektoren machten zusammengenommen 80 % der gesamten weltweiten F&E-Ausgaben im Jahr 2024 aus). Verglichen werden die 800 größten F&E-Investoren in der EU mit den 2 000 größten F&E-Investoren weltweit, auf die über 90 % der vom Unternehmenssektor finanzierten weltweiten F&E-Ausgaben entfallen.

Welche industriepolitischen Maßnahmen in der EU am angemessensten sind, hängt nicht nur von den genannten institutionellen und finanziellen Friktionen ab, sondern auch von der relativ offenen Wirtschaft der EU. Die Wirtschaft ist in der EU offener gegenüber dem Außenhandel als in den Vereinigten Staaten oder China. Der Einsatz handelsbeschränkender Maßnahmen (z. B. Zölle oder Local-Content-Anforderungen) kann Gegenreaktionen auslösen und zu einer geoökonomischen Fragmentierung führen (Baba et al., 2023; Rotunno et al., 2026). Solche Einschränkungen sind besonders für die klimabezogene Industriepolitik relevant. In diesem Bereich ist die EU mit Zielkonflikten zwischen Klimazielen, dem außenwirtschaftlichen Offenheitsgrad und der Wahrung des Binnenmarkts konfrontiert (Wunsch und Langenus, 2026). Die Fragmentierung kann das Wirtschaftswachstum belasten und die Widerstandsfähigkeit beeinträchtigen, indem sie die diversifizierten Handelsnetzwerke schwächt, die den Volkswirtschaften helfen, externe Schocks zu absorbieren. Für das exportorientierte verarbeitende Gewerbe in der EU könnten diese Kosten die kurzfristigen Vorteile, die eine

Abschirmung inländischer Industriezweige mit sich bringt, überwiegen. Aus diesem Grund ist es nach wie vor wichtig, die Wettbewerbsneutralität zu wahren und die multilateralen Handelsrahmen aufrechtzuerhalten.

Die institutionellen, finanziellen und makroökonomischen Alleinstellungsmerkmale Europas machen es schwierig, die Industriepolitik anderer Länder einfach nachzubilden. Im Draghi-Bericht wird eine Neuausrichtung der Arbeit der EU auf ihre politischen Prioritäten gefordert. Gestützt werden sollte diese dem Bericht zufolge durch eine stärkere Koordinierung, die Vereinfachung der Vorschriften und den gezielteren Einsatz von Finanzierungsmitteln (Draghi, 2024). Die EU hat mehrere Gesetzgebungsinitiativen eingeleitet, darunter die Netto-Null-Industrie-Verordnung, das Gesetz zu kritischen Rohstoffen, das Europäische Chip-Gesetz und das Paket zur technologischen Souveränität. Darüber hinaus sieht die Verordnung zur industriellen Beschleunigung vor, gezielte Regeln für die Vergabe öffentlicher Aufträge und für ausländische Direktinvestitionen einzuführen. Der Vorschlag der Kommission für den nächsten mehrjährigen Finanzrahmen würde die Ausgaben zugunsten EU-weiter Prioritäten umlenken. Daneben sollen die EU-Mittel durch den Übergang von einem programmbasierten zu einem politikbasierten Haushalt zielgenauer gesteuert werden. Darüber hinaus sieht der Vorschlag eine Umstellung von kostenbasierten Zahlungen auf ergebnisbasierte Auszahlungen vor. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte dieser Initiativen werden von ihrer konkreten Ausgestaltung und ihrer Ausrichtung an evidenzbasierten Grundsätzen abhängen. Dazu zählt auch eine zielführende Koordinierung zwischen der EU und den jeweiligen nationalen Stellen.

Kasten 2
Messung der Auswirkungen der Industriepolitik auf die öffentlichen Finanzen

Steffen Osterloh

Die Industriepolitik kann die öffentlichen Finanzen auf direkte und indirekte Weise beeinflussen. Es ist allerdings nicht leicht, die entsprechenden Effekte zu beziffern und von jenen der Strukturpolitik zu unterscheiden. Ein länderübergreifender Vergleich der Industriepolitik wird dadurch erschwert.

In Bezug auf die Ausgaben stellt sich die Quantifizierung der Instrumente, die die öffentlichen Haushalte direkt belasten (z. B. Zuschüsse), weitgehend unkompliziert dar. Die Beurteilung kann allerdings durch außerbudgetäre Maßnahmen erschwert werden. Hierzu zählen zum Beispiel Ausgaben durch staatliche Unternehmen. Auch Zinszuschüsse wirken zwar direkt auf die öffentlichen Finanzen durch, doch gestaltet sich eine Quantifizierung aufgrund möglicher Unterschiede bei der zeitlichen und buchungsmäßigen Erfassung weniger eindeutig. Aus Garantien erwachsen Eventualverbindlichkeiten, die die öffentlichen Haushalte direkt belasten, wenn sie schlagend werden. Diese Belastungen sind im Vorhinein jedoch nicht bekannt. Aus Kapitalzuführungen ergeben sich weitere Messprobleme, denn je nach Ausgestaltung und statistischer Klassifikation wirken sie sich möglicherweise nicht unmittelbar auf die Ausgaben aus. Verluste oder Renditen unterhalb des Marktniveaus hingegen können mit der Zeit die öffentlichen Haushalte belasten. Andere Instrumente der Industriepolitik bringen stärker indirekte und in der Regel niedrigere fiskalische Belastungen mit sich. So können durch Präferenzen hinsichtlich der Lokalisierung im öffentlichen Beschaffungswesen die öffentlichen Ausgaben steigen.

Zu den auf der Einnahmenseite wirksamen Instrumenten der Industriepolitik zählen begünstigte Steuersätze, Steuerbefreiungen, steuerliche Abzugsmöglichkeiten und Steuergutschriften. Verglichen mit einem einheitlichen Steuersystem haben sie einen einnahmensenkenden Effekt. Zugleich kann die Industriepolitik durch eine Verbreiterung der Steuerbemessungsgrundlage Mehreinnahmen generieren, sofern es ihr gelingt, die Industrieproduktion im Inland anzukurbeln. Der Nettoeffekt auf die öffentlichen Haushalte hängt von den Kosten der einzelnen Maßnahmen ab sowie davon, wie sich diese Maßnahmen auf die Wirtschaftstätigkeit und die Steuerbemessungsgrundlage auswirken.

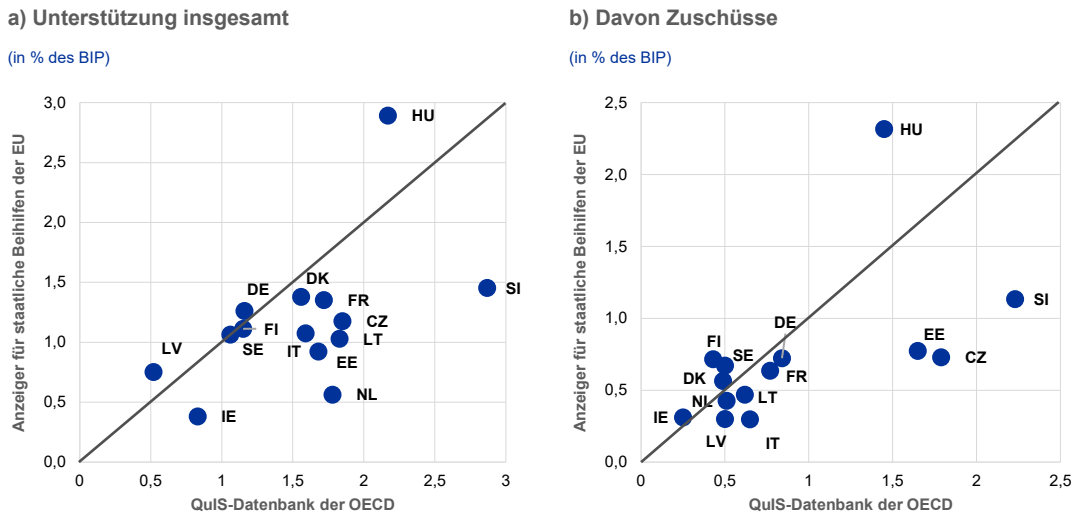
Die aus der Industriepolitik erwachsenden direkten Belastungen der öffentlichen Haushalte lassen sich anhand des Anzeigers für staatliche Beihilfen der EU und einer Datenbank der OECD („Quantifying Industrial Strategies“ (QuIS)) beziffern. Auch wenn sich die Datensätze konzeptionell in der Abgrenzung staatlicher Förderung unterscheiden, lassen sich mit beiden die Kosten staatlicher Fördermaßnahmen umfassend quantifizieren. Der EU-Anzeiger deckt staatliche Hilfen innerhalb der Definition des EU-Beihilferechts ab und stützt sich dabei auf Meldungen der Mitgliedstaaten. Die QuIS-Datenbank der OECD hingegen nutzt öffentlich zugängliche Angaben zur Identifizierung industriepolitischer Unterstützungsmaßnahmen für Unternehmen, die auf eine Förderung der Investitionen, des Wettbewerbs und der wirtschaftlichen Entwicklung abzielen. Die Klassifizierung der Maßnahmen erfolgt je nach Instrumentenart und Förderkriterien.

Ein Vergleich zwischen dem Anzeiger für staatliche Beihilfen (ohne Krisenhilfen) und der QuIS-Datenbank der OECD zeigt, dass die QuIS im Allgemeinen höhere Werte ausweist; auf die entsprechenden Ausgaben entfiel 2023 ein Anteil von 0,5 % bis 2,9 % des BIP in den EU-Ländern (siehe Abbildung A, Grafik a).[3] Auch unter den Nicht-EU-Ländern sind erhebliche Unterschiede zu beobachten; die Werte reichen von 0,8 % des BIP für Kanada bis 3,2 % für das Vereinigte Königreich. Die in der QuIS der OECD ausgewiesenen höheren Werte lassen sich zum Großteil dadurch erklären, dass in der Datenbank steuerliche Subventionen als Investitionsanreize gewertet werden (Criscuolo et al., 2022) – im EU-Kontext werden diese Subventionen allgemein nicht als staatliche Beihilfen gewertet, sofern sie nicht auf bestimmte Unternehmen oder Sektoren ausgerichtet sind. Ein weiterer Unterschied betrifft Finanzinstrumente wie Garantien. Der Anzeiger weist den Beihilfebestandteil von Garantien aus, d. h. den dem Begünstigten zugutekommenden wirtschaftlichen Vorteil. Die QuIS-Datenbank hingegen erfasst Nominalbeträge, die daher in der Abbildung nicht berücksichtigt sind. Trotz dieser Unterschiede zeigt der Vergleich von Zuschüssen einen hohen Gleichlauf beider Datensätze; so entfallen auf Zuschüsse in den meisten EU-Ländern schätzungsweise 0,3 % bis 0,8 % des BIP (siehe Abbildung A, Grafik b).

[3] Seit 2020 stiegen die Ausgaben für staatliche Beihilfen im Zusammenhang mit dem Befristeten Rahmen für staatliche Beihilfen der EU, der als Reaktion auf die Corona-Pandemie eingeführt wurde, vorübergehend an. Im Anschluss daran nahmen sie im Zuge des nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine eingeführten Befristeten Rahmens zur Krisenbewältigung weiter zu. Diese Ausgaben fließen nicht in die Abbildungen ein, da es sich um Notfall-Stabilisierungsmaßnahmen und nicht um strukturelle industriepolitische Maßnahmen handelt. Im Jahr 2024 liefen die Ausgaben zumeist aus und hatten nur noch einen Anteil von etwa 0,1 % des BIP.

Abbildung A

Vergleich der in den Datenbanken des Anzeigers für staatliche Beihilfen der EU und der QuIS der OECD ausgewiesenen Unterstützungsmaßnahmen



Quellen: Anzeiger für staatliche Beihilfen der EU, QuIS der OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a enthält eine Gegenüberstellung der in der QuIS der OECD erfassten Summe der Zuschüsse und steuerlichen Subventionen (x-Achse) und den im Anzeiger für staatliche Beihilfen der EU ausgewiesenen Gesamtausgaben für staatliche Beihilfen (y-Achse). Grafik b zeigt die in der QuIS ermittelten Zuschüsse (x-Achse) und die Summe der im Anzeiger ausgewiesenen Kategorien „direkte Zuschüsse“ und „direkte Zuschüsse/Zinszuschüsse“ (y-Achse). In beiden Grafiken markieren die Linien die 45-Grad-Linie.

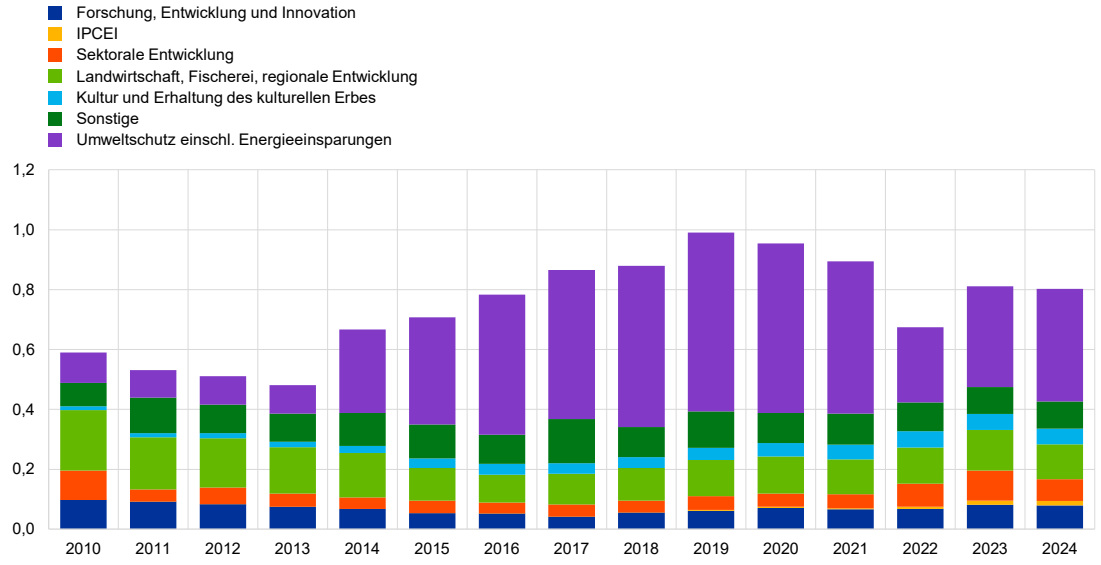
Die Entwicklung staatlicher Unterstützungsmaßnahmen lässt sich anhand des EU-Anzeigers untersuchen, der die EU-Länder umfassend abbildet (Bernasconi et al., 2026). Der Anteil der nicht krisenbedingten staatlichen Stützungsmaßnahmen am BIP des Euroraums erhöhte sich von 0,6 % im Jahr 2010 auf 1 % im Jahr 2019 und ging in den letzten Jahren auf 0,8 % zurück (siehe Abbildung B, Grafik a). Maßgeblich für diese Schwankungen war die Förderung des Umweltschutzes. Seit 2014 hat sich der Umweltschutz zum wichtigsten Ziel von Staatshilfen entwickelt, was auf die kräftige Förderung erneuerbarer Energien in Deutschland zurückzuführen ist. Die Unterstützung für Forschung, Entwicklung und Innovation war von 2010 bis 2017 rückläufig und hat sich seither nur moderat erholt. Der entsprechende Anteil liegt nach wie vor bei unter 0,1 % des BIP. Auch die Förderung wichtiger Vorhaben von gemeinsamem europäischem Interesse (IPCEIs) liegt mit rund 0,01 % des BIP weiterhin auf niedrigem Niveau. Die Förderung anderer Ziele im Zusammenhang mit Landwirtschaft, Fischerei und regionaler Entwicklung hat im Zeitverlauf etwas abgenommen. Die Zusammensetzung der staatlichen Stützungsmaßnahmen ist zudem von EU-Land zu EU-Land unterschiedlich (siehe Abbildung B, Grafik b), obwohl Umweltschutzmaßnahmen in den meisten Ländern an erster Stelle stehen. Die Förderung von Forschung, Entwicklung und Innovation hält sich in den Ländern weiterhin in Grenzen; auf sie entfällt fast allerorts ein Anteil von maximal rund 10 % der gesamten Unterstützung.

Abbildung B

Staatliche Unterstützung laut Anzeiger für staatliche Beihilfen der EU

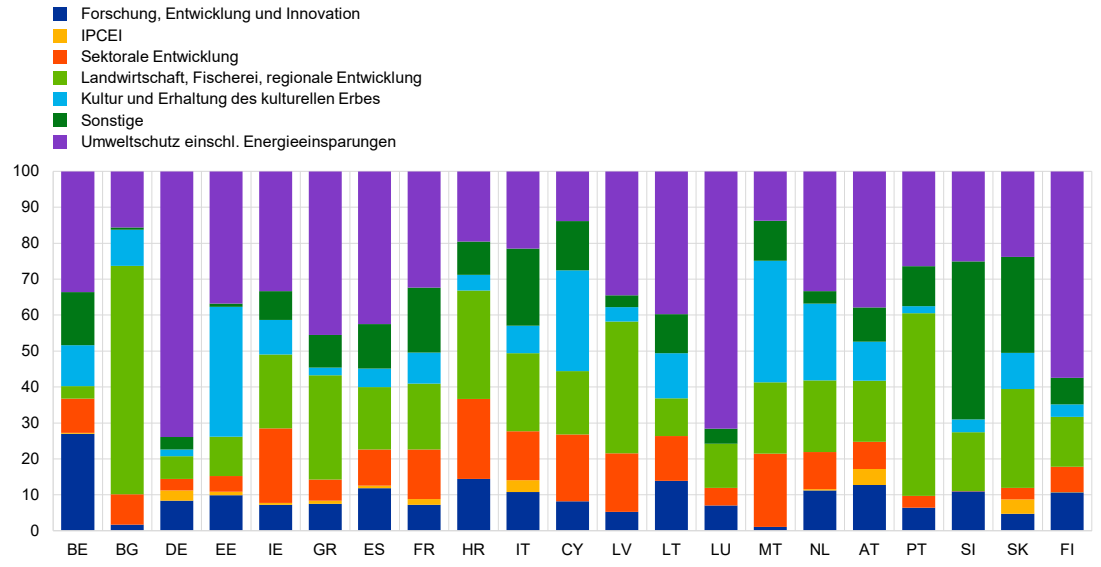
a) Unterstützung insgesamt im Euroraum

(in % des BIP)



b) Zusammensetzung der Unterstützung, 2024

(Anteile in %)



Quellen: Anzeiger für staatliche Beihilfen der EU und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Landwirtschaft, Fischerei, regionale Entwicklung“ umfasst die Kategorien „Landwirtschaft, Forstwirtschaft und ländliche Gebiete“, „Fischerei und Aquakultur“ sowie „regionale Entwicklung“. „Sonstige“ umfasst die Kategorien „Stilllegungsbeihilfe“, „Beseitigung von Schäden, die durch Naturkatastrophen entstanden sind“, „Beschäftigung“, „Sonstige Beihilfen“, „Förderung des Exports und der Internationalisierung“, „Rettung und Restrukturierung“, „KMUs einschließlich Risikokapital“, „Soziale Unterstützungsleistungen für einzelne Verbraucherinnen und Verbraucher“ und „Aus- und Weiterbildung“.

Grundsätze für die Gestaltung der Industriepolitik im EU-Kontext

Der EU-Kontext verlangt Grundsätze für die Politikgestaltung, die internationale Erkenntnisse mit den Besonderheiten eines aus mehreren

Ländern bestehenden Binnenmarkts verbinden. Eine Industriepolitik auf EU-Ebene kann dazu beitragen, die Fragmentierung und den Subventionswettlauf einzudämmen, die sich aus unkoordinierten nationalen Interventionen ergeben. Gleichzeitig lassen sich damit Ressourcen bündeln, um bei den anvisierten Aktivitäten oder Sektoren eine größere Wirkung zu erzielen. Die EU kann auf bestehenden Rahmenwerken aufbauen. Dazu zählen etwa die Kontrolle staatlicher Beihilfen und leistungsorientierte Instrumente wie die Aufbau- und Resilienzfazilität. Hier konnten bereits einschlägige Erfahrungen mit einer ergebnisorientierten Finanzierung gesammelt werden. Allerdings gibt es Unterschiede in der Qualität der Institutionen und in den nationalen Regulierungsrahmen. Im Zusammenspiel mit dem bankbasierten Finanzsystem Europas können diese Unterschiede das Risiko einer Fehlleitung von Ressourcen erhöhen. Im Folgenden werden fünf Gestaltungsgrundsätze aufgeführt, die wichtig sind, um die Governance zu stärken, den grenzüberschreitenden Wettbewerb zu sichern und zu gewährleisten, dass die Industriepolitik die Strukturreformen ergänzt.

Erstens sollten die Ziele der Industriepolitik klar definiert sein, damit sie in die Auswahl geeigneter Instrumente und in die Definition von Kriterien für die Ex-post-Evaluierung mit einfließen können. Produktivitäts- und Resilienzziele sollten getrennt voneinander betrachtet werden, und allgemeine Beweggründe sollten in operative Ziele umformuliert werden. Maßnahmen, die auf die wirtschaftliche Resilienz abzielen, erfordern eine besonders genaue Ausrichtung, um zu verhindern, dass das Mandat ausgedehnt wird. Mangelnde Präzision birgt die Gefahr, dass die Maßnahmen etablierte Unternehmen abschirmen, anstatt spezifische Abhängigkeiten aufzulösen und die gesamtwirtschaftliche Widerstandsfähigkeit zu verbessern.

Zweitens ist es für die Ausrichtung auf bestimmte Sektoren entscheidend, dass Interventionen mit klar identifiziertem Marktversagen verknüpft werden. Wird auf das Produktivitätswachstum abgezielt, sind Interventionen am effizientesten, wenn sie Aktivitäten mit positiven Wissensexternalitäten in den Blick nehmen. Hierzu zählen beispielsweise Spitzentechnologien in Bereichen, in denen die EU hinterherhinkt. Dadurch wird vermieden, dass knappe Haushaltsmittel eingesetzt werden, um inkrementelle Innovationen von etablierten Unternehmen zu subventionieren, die keinen Finanzierungsbeschränkungen unterliegen. Wird auf die Resilienz abgezielt, sollte die Ausrichtung auf der empirischen Identifizierung kritischer Abhängigkeiten und Schwachstellen in den Lieferketten basieren. Einen Sektor als „strategisch“ zu kennzeichnen, ist unzureichend. Vielmehr muss diese Kennzeichnung mit einer wirtschaftlichen Analyse einhergehen, und es muss klar identifiziert werden, worin das Ziel des öffentlichen Interesses besteht. Dieses kann sich auf Marktversagen, Widerstandsfähigkeit oder Sicherheitsbedenken beziehen.

Drittens erfordert die Wahrung des Binnenmarkts Mechanismen, die grenzüberschreitende Externalitäten berücksichtigen. Nationale Subventionen können den Wettbewerb verzerren und zu nachteiligen grenzüberschreitenden Übertragungseffekten führen. Um Subventionswettläufe zu vermeiden und von Skaleneffekten zu profitieren, sollten gemeinsame EU-Instrumente bei den Interventionen Vorrang haben. Das Handeln auf EU-Ebene verringert die Bedenken

hinsichtlich einer Fragmentierung des Binnenmarkts. Dennoch sind weiterhin Sicherheitsvorkehrungen gegen eine Fehlallokation von Ressourcen vonnöten.

Viertens sind zuvor festgelegte Ausstiegsmechanismen von entscheidender Bedeutung, um die Marktdisziplin durchzusetzen. Die Regierungen können Erfolge nicht verlässlich vorhersagen, sodass einige Interventionen scheitern werden. Bei der Umsetzung der Maßnahmen sollten Auslaufklauseln (Sunset Clauses) vorgesehen werden. So lässt sich sicherstellen, dass Projekte, die nicht erfolgreich verlaufen oder für die eine Intervention nicht mehr gerechtfertigt ist, auch keine Unterstützung mehr erhalten. Ohne glaubwürdige Mechanismen für die Beendigung der Unterstützung besteht bei temporären Interventionen die Gefahr, dass sie dauerhaft weitergeführt werden und so Ressourcen in unproduktiven Projekten binden.

Fünftens verdeutlicht die Industriepolitik, wie wichtig Strukturreformen sind. Die institutionelle Kapazität ist nicht unendlich, und so droht die Industriepolitik, Strukturreformen zu verdrängen. Ohne strukturelle Verbesserungen werden die Interventionen jedoch nicht die gewünschten Ergebnisse liefern. Beispielsweise wird die Subventionierung von Hochtechnologiesektoren scheitern, wenn es den Unternehmen aufgrund der Fragmentierung nicht gelingt, die minimale effiziente Betriebsgröße zu erreichen. Das Vorantreiben der Spar- und Investitionsunion, der Abbau von Arbeitsmarktrigiditäten und eine Verringerung des Verwaltungsaufwands würden dazu beitragen, über Grenzen hinweg privates Wagniskapital zu mobilisieren. Sind diese Voraussetzungen gegeben, können Kapital und Arbeitskräfte von Unternehmen mit rückläufiger Entwicklung in produktive Sektoren umgeschichtet werden – ein Marktmechanismus, den die Industriepolitik nicht ersetzen kann.

5 Schlussbemerkungen

Die Industriepolitik kann innerhalb des breiteren politischen Rahmens relevant sein, sofern die Interventionen gut konzipiert, zielgerichtet und zeitlich begrenzt sind. Die makroökonomischen Auswirkungen der Interventionen sind kontextabhängig. Die EU ist ein aus mehreren Ländern bestehender Binnenmarkt mit heterogenen Institutionen und bankbasierten Finanzierungsstrukturen. Deshalb besteht das Risiko, dass unkoordinierte nationale Maßnahmen den Wettbewerb fragmentieren und Subventionswettläufe auslösen. Eine wirksame Industriepolitik braucht ein klares Mandat, robuste Governance, marktbasierte Anreize und Mechanismen für eine kontinuierliche Evaluierung. Interventionen sollten zeitlich begrenzt sein, und Unterstützungsmaßnahmen für kapitalintensive Aktivitäten sollten an vorab festgelegte Meilensteine, Ziele und Ausstiegskriterien geknüpft sein.

Selbst bei institutionellen Sicherungsmaßnahmen bringen industriepolitische Maßnahmen gesamtwirtschaftliche Zielkonflikte mit sich. Wenn auf die Produktivität abgezielt wird, ist die Industriepolitik am wirksamsten, wenn sie Innovationen fördert und die Einführung von Spitzentechnologien unterstützt, statt etablierte Unternehmen vor Wettbewerbern abzuschirmen. Wenn auf die Resilienz

abgezielt wird, muss die Politik den Versicherungswert des Abbaus von Abhängigkeiten gegen die Kosten einer ineffizienten Allokation abwägen. Sektorspezifische Interventionen sind in jedem Fall nur ein Element eines breiteren politischen Maßnahmenpakets. Sie können Strukturreformen, die die Rahmenbedingungen für das Potenzialwachstum verbessern, nicht ersetzen.

Literaturverzeichnis

Aghion, P., Cai, J., Dewatripont, M., Du, L., Harrison, A. und Legros, P. (2015), Industrial policy and competition, American Economic Journal: Macroeconomics, Nr. 7(4), S. 1-32.

Aragoneses, M. und Saxena, S. (2025), Industrial policy via venture capital, abrufbar auf SSRN.

Arampatzi, A., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C. und van Overbeek, F. (2025), Capital markets union: a deep dive, Occasional Papers Series der EZB, Nr. 369.

Attinasi, M.G., Boeckelmann, L., Moder, I., Pommer, T. und Spital, T. (2026), Do government subsidies drive global imbalances?, Der EZB-Blog, 14. August.

Baba, C., Lan, T., Mineshima, A., Misch, F., Pinat, M., Shahmoradi, A., Yao, J. und van Elkan, R. (2023), Geoeconomic fragmentation: what's at stake for the EU, Working Paper des IWF, Nr. 245.

Baumann, A., Gati, Z., Momferatou, D., Parisi, L. und Quaglietti, L. (2026), Skalierung europäischer Unternehmen: Argumente für ein EU-Gesellschaftsrecht zur grenzüberschreitenden Mobilisierung von Investitionen, Innovationen und Wachstum, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2026.

Barwick, P., Kalouptsidi, M. und Zahur, N. (2025), Industrial policy implementation: empirical evidence from China's shipbuilding industry, Review of Economic Studies, Nr. 92, S. 3611-3648.

Beason, R. und Weinstein, D. (1996), Growth, economies of scale, and targeting in Japan (1955-1990), Review of Economics and Statistics, Nr. 78(2), S. 286-295.

Bernasconi, R., Domingo Enrich, E., Kostakis, V., Osterloh, S. und Quaglietti, L. (2026), Staatliche Beihilfen in der EU im Wandel, Kasten 3, EZB, Wirtschaftsbericht 4/2026.

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 Papers Series der EZB, Nr. 3185.

Bottazzi, L., Da Rin, M. und Hellmann, T. (2008), Who are the active investors? Evidence from venture capital in Europe, Journal of Financial Economics, Nr. 89(3), S. 488-512.

Brandão-Marques, L. und Toprak, H. (2024), A bitter aftertaste: how state aid affects recipient firms and their competitors in Europe, Working Paper des IWF, Nr. 250.

Brander, J., Du, Q. und Hellmann, T. (2015), The effects of government-sponsored venture capital: International evidence, Review of Finance, Nr. 19(2), S. 571-618.

Çamoğlu, Ş. (2026), Public capital, private selection: additionality in European venture capital, Mimeo.

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.

Criscuolo, C., Lalanne, G. und Díaz, L. (2022), Quantifying industrial strategies (QuIS): Measuring industrial policy expenditures, Working Paper der OECD, Nr. 5.

Criscuolo, C., Martin, R., Overman, H. G. und Van Reenen, J. (2019), Some causal effects of an industrial policy, American Economic Review, Nr. 109(1), S. 48-85.

Draghi, M. (2024), Die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit, Bericht an die Präsidentin der Europäischen Kommission.

Evenett, S., Jakubik, A., Kim, J., Martín, F., Pienknagura, S., Ruta, M., Baquie, S., Huang, Y. und Machado Parente, R. (2025), Industrial policy since the Great Financial Crisis, Working Paper des IWF, Nr. 222.

Evenett, S., Jakubik, A., Martín, F. und Ruta, M. (2024), The return of industrial policy in data, Working Paper des IWF, Nr. 1.

Fang, H., Li, M. und Lu, G. (2025), Decoding China’s industrial policies, Working Paper des NBER, Nr. 33814.

Flaaen, A. und Pierce, J. (2026), Disentangling the effects of the 2018-2019 tariffs on a globally connected U.S. manufacturing sector, Review of Economics and Statistics, Nr. 108(5), S. 1289-1303.

Fuest, C., Gros, D., Mengel, P.-L., Presidente, G. und Tirole, J. (2024), EU innovation policy: how to escape the middle technology trap, Working Paper des Institute for European Policymaking und des ifo Instituts.

Garcia-Macia, D., Kothari, S. und Tao, Y. (2025), Industrial policy in China: quantification and impact on misallocation, Working Paper des IWF, Nr. 155.

Gazzani, A., Martinez, J., Natoli, F. und Surico, P. (2025), The public origins of American innovation, Discussion Paper des CEPR, Nr. 20788.

Goldberg, P., Juhász, R., Lane, N., Lo Forte, G. und Thurk, J. (2024), Industrial policy in the global semiconductor sector, Working Paper des NBER, Nr. 32651.

Gourinchas, P.-O., Kindberg-Hanlon, G., Patnam, M., Rotunno, L. und Ruta, M. (2026), Global Imbalances, Industrial Policy and Tariffs, Working Paper des IWF, Nr. 67.

Gross, D. P. und Sampat, B. N. (2023), Inventing the endless frontier: the role of the state in science, and the case of MIT's Radiation Laboratory, American Economic Journal: Applied Economics, Nr. 15(4), S. 1-38.

Grossman, G. M. und Helpman, E. (1994), Protection for sale, American Economic Review, Nr. 84(4), S. 833-850.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. und Wong, Y. C. (2024), Industrial policy in Europe: a single market perspective, Working Paper des IWF, Nr. 249.

Internationaler Währungsfonds (2025), Industrial policy: managing trade-offs to promote growth and resilience, World Economic Outlook, Kapitel 3.

Jakubik, A. und Langfield, S. (2026), Salience over substance? Choosing the targets of industrial policy, Mimeo.

Juhász, R., Lane, N. und Rodrik, D. (2024), The new economics of industrial policy, Annual Review of Economics, Nr. 16, S. 213-242.

Kukies, J. und Noyer, C. (2026), Financing innovative ventures in Europe, gemeinsamer Bericht.

Lane, N. (2020), The new empirics of industrial policy, Journal of Industry, Competition and Trade, Nr. 20, S. 209-234.

Langfield, S. und Pagano, M. (2016), Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth, Economic Policy, Nr. 31(85), S. 51-106.

Lee, J.-W. (1996), Government interventions and productivity growth, Journal of Economic Growth, Nr. 1(3), S. 391-414.

Moretti, L. (2025), Lessons learnt from European government venture capital, EU Competitiveness and the Innovation-Finance Nexus, European University Institute.

Neven, D. J. und Röller, L-H. (2000), The political economy of state aid: Econometric evidence for the member states, in: Neven, D.J. und Röller, L-H. (Hrsg.), The political economy of industrial policy in Europe and the member states, Sigma, New York.

Pack, H. (2000), Industrial policy: growth elixir or poison?, World Bank Research Observer, Nr. 15(1), S. 47-67.

Pack, H. und Saggi, K. (2006), The case for industrial policy: a critical survey, Policy Research Working Paper der Weltbank, Nr. 3839.

Popov, A. und Roosenboom, P. (2012), Venture capital and patented innovation: evidence from Europe, Journal of Financial Intermediation, Nr. 21(3), S. 439-459.

Rodrik, D. (2004), Industrial policy for the twenty-first century, Discussion Paper des CEPR, Nr. 4767.

Rotunno, L., Ruta, M. und Verma, P. (2026), Industrial policy and trade tensions in strategic sectors, Working Paper des IWF, Nr. 155.

Wunsch, P. und Langenus, G. (2026), Eurosclerosis 2.0 in a changing world: from repetition to rupture, Policy Paper der Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique, April.

2 Von der Anerkennung von Klima- und Naturrisiken zu deren Integration: Welche Fortschritte hat die EZB in diesem Bereich erzielt und welche Rolle spielt das Kompetenzzentrum Klimawandel dabei?

Ivana Baranović, Giuseppe Barillà, Irene Heemskerk und John Hutchinson

1 Einleitung

Klimawandel und Naturzerstörung gewinnen für die Zentralbanken mehr und mehr an Bedeutung, da deren physische Auswirkungen zunehmen und der Übergang zu einer CO_2-armen Wirtschaft langsamer als erwartet vonstattengeht.[1] Physische Risiken entstehen durch immer häufiger auftretende Extremwetterereignisse. Zusammen mit Risiken, die sich aus dem Übergang zu einer CO_2-armen Wirtschaft ergeben, können sie sich auf Inflation, Konjunktur, Finanzmärkte und die Widerstandsfähigkeit des gesamten Finanzsystems auswirken. Es ist daher wichtig, dass die Europäische Zentralbank (EZB) diese Risiken im Rahmen ihres Mandats besser versteht und bei ihrer Geldpolitik, der Bankenaufsicht und in anderen Tätigkeitsbereichen berücksichtigt.

Im Jahr 2021 gründete die EZB das Kompetenzzentrum Klimawandel, um ihre Arbeit zu klimabezogenen Themen zu koordinieren und strategisch auszurichten.[2] Ziel war es, die EZB dabei zu unterstützen, der wachsenden Bedeutung von Klimarisiken bei der Erfüllung des EZB-Mandats Rechnung zu tragen. Das Kompetenzzentrum hat sich parallel zur Klimastrategie der EZB weiterentwickelt. Es unterstützt das Voranschreiten des Prozesses von der Anerkennung von Klima- und Naturrisiken zu deren Integration.[3] Dieser Prozess trägt dazu bei, dass die EZB einen angemessenen und anpassungsfähigen Ansatz in Bezug auf Klima- und Naturrisiken verfolgt. Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie sich das Kompetenzzentrum Klimawandel in seinen ersten fünf Jahren entwickelt und was es erreicht hat. Dabei werden die wichtigsten institutionellen Errungenschaften beleuchtet, und es wird dargelegt, wie die EZB weiterhin flexibel auf das sich wandelnde wirtschaftliche, politische und ökologische Umfeld reagieren kann.

1 Weitere Informationen finden sich in der Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB (EZB, 2025a).
2 Siehe EZB (2021a).
3 Siehe Lagarde (2026).

2 Steuerung der Arbeit zu Klima- und Naturrisiken von deren Anerkennung zu deren Integration

Als die EZB 2021 ihre geldpolitische Strategie überprüfte, erkannte sie an, dass der Klimawandel ein wichtiger Faktor für die Geldpolitik und die Zentralbankfunktionen ist. Umfangreiche Analysen zeigten, dass zwischen Klimarisiken und Preisstabilität ein enger Wirkungszusammenhang besteht (Work stream on climate change, 2021). Angesichts dessen verpflichtete sich der EZB-Rat dazu, innerhalb seines Mandats dafür zu sorgen, dass das Eurosystem im Einklang mit den Klimaschutzzielen der EU die Auswirkungen des Klimawandels und des Übergangs zu einer CO_2-armen Wirtschaft auf die Geldpolitik und das Zentralbankwesen in vollem Umfang berücksichtigt.[4] Im Rahmen dieser Verpflichtung verabschiedete der EZB-Rat einen ambitionierten Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten. Dieser bezog eine Vielzahl von Geschäftsbereichen der EZB ein und ermöglichte einen stärker strukturierten und koordinierten Ansatz für die strategische Planung und Bewertung von Klimarisiken.[5]

Da Klimarisiken übergreifend relevant sind, bedurfte es eines koordinierten EZB-weiten Ansatzes. Dies führte zur Errichtung des Kompetenzzentrums. Das Kompetenzzentrum Klimawandel ist der Präsidentin der EZB direkt unterstellt. Es besteht aus einigen wenigen Beschäftigten aus verschiedenen Fachgebieten mit entsprechenden Fachkenntnissen und einem Klimawissenschaftler. Im ersten Jahr konzentrierte sich das Kompetenzzentrum darauf, Steuerungsstrukturen zu entwickeln, die bereichsübergreifende Zusammenarbeit zu stärken und geeignete Koordinations- und Berichtsmechanismen zu schaffen, um die Umsetzung des EZB-Maßnahmenplans zum Klimaschutz zu unterstützen. Weitere Bereiche waren der Aufbau von Analysekompetenzen, die Schaffung interner Netzwerke und die Unterstützung der EZB-Beschäftigten bei ihrer klimabezogenen Arbeit.

Im Zuge der Ausweitung und Etablierung der klimabezogenen Arbeiten entwickelte das Kompetenzzentrum Klimawandel die strategischen Klimaziele der EZB weiter. Zudem half es dabei, die Reaktionsfähigkeit der EZB hinsichtlich Klima- und Naturrisiken zu verbessern. Aufbauend auf den Grundlagen, die der Maßnahmenplan der EZB von 2021 gelegt hatte, übernahm das Kompetenzzentrum die Koordination und Federführung bei der Veröffentlichung des Klima- und Umweltplans der EZB 2024-2025. Mit dem Klima- und Umweltplan wurden die bisherigen Arbeiten der EZB zum Klimawandel weiter ausgebaut. Das Kompetenzzentrum identifizierte wichtige Kernbereiche und weitete seine Forschungsarbeiten und Analysen erstmals auf Naturrisiken aus. Es unterstützte die EZB außerdem weiterhin dabei, Klima- und Naturrisiken systematisch in ihre analytischen, operativen und geldpolitischen Prozesse einzubeziehen, indem es die Tätigkeiten der EZB koordinierte und interne Fachkenntnisse aufbaute. Der Aufbau von Fachkenntnissen erfolgte über Schulungsprogramme, Seminare, entsprechende Veröffentlichungen und den Wissensaustausch zwischen den Geschäftsbereichen der EZB und dem Eurosystem.

---

4 Weitere Informationen finden sich in der Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB (EZB, 2025a).

5 Siehe EZB (2021c).

Die Einrichtung einer zentralen Stelle für diese Arbeiten ermöglichte es der EZB, sich auf den fortwährenden und koordinierten Austausch mit externen Interessenträgern in Bezug auf Klimathemen zu konzentrieren. Um dem Klimawandel und der Naturzerstörung entgegenzuwirken, bedarf es einer engen Zusammenarbeit zwischen Behörden, Finanzsektor, Wissenschaft und Zivilgesellschaft. Eine der zentralen Aufgaben des Kompetenzzentrums Klimawandel besteht daher darin, zu gewährleisten, dass externe Entwicklungen – etwa Veränderungen im gesamtwirtschaftlichen und geopolitischen Umfeld, sich wandelnde Klima- und Naturrisiken, technologische Innovationen oder unterschiedliche internationale Initiativen – in die Arbeit der EZB einfließen. Zugleich gilt es, die Zusammenarbeit mit Partnerinstitutionen zu stärken. Dazu gehört die regelmäßige Teilnahme an internationalen Foren wie dem Finanzstabilitätsrat (FSB), dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, der G20 und der G7 sowie die Zusammenarbeit mit anderen europäischen Institutionen wie der Europäischen Kommission, der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). Darüber hinaus pflegt das Kompetenzzentrum einen regelmäßigen Dialog mit Vertretern aus Industrie, Wissenschaft und Zivilgesellschaft.

Das Kompetenzzentrum Klimawandel unterstützt die EZB bei ihrer Mitwirkung in zwei Foren der Zentralbankkooperation, dem Network for Greening the Financial System (NGFS) und dem Climate Change Forum des Eurosystems. Das NGFS wurde 2017 von acht Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in Paris gegründet. Ziel war es, das Management von Umwelt- und Klimarisiken im Finanzsektor zu fördern und Finanzmittel zu mobilisieren, um den Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft zu unterstützen. Heute umfasst dieses Forum mehr als 170 institutionelle Mitglieder und Beobachter. Es ist damit zu einem globalen Netzwerk und zum wichtigsten internationalen Forum für die klimabezogene Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden aus Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländern geworden. Im Jahr 2022 billigte der EZB-Rat die Einrichtung des Climate Change Forum des Eurosystems. Dieses Forum − ursprünglich auf Ebene des Euroraums − soll den Informations- und Wissensaustausch zwischen den nationalen Zentralbanken fördern. Es nutzt vorhandenes Wissen, um letztlich seine Klimaagenda voranzutreiben. Im Januar 2026 wurde die Mitgliedschaft auf die übrigen Zentralbanken des ESZB ausgeweitet.

Durch das umfassende Engagement des Kompetenzzentrums Klimawandel in allen Bereichen in der EZB und im Austausch mit externen Interessenträgern fungiert es als Wissenszentrum. Damit trägt es dazu bei, die Ausrichtung der EZB in Bezug auf Klima- und Naturrisiken weiterzuentwickeln. Das Kompetenzzentrum ermöglicht einen wechselseitigen Wissensaustausch: Es informiert Fachleute der EZB über externe Erkenntnisse und gibt sein internes Expertenwissen über spezifische Kommunikationskanäle wie Workshops, Seminare und Konferenzen weiter. Dies trägt dazu bei, dass unterschiedliche Perspektiven und umfangreiches Fachwissen in die geldpolitische Arbeit der EZB einfließen. Der wechselseitige Wissensaustausch stärkt auch die analytische Grundlage für die

konzeptionellen Grundsatzarbeiten und Forschungsaktivitäten der EZB. Außerdem unterstützt er das Kompetenzzentrum sowie andere Geschäftsbereiche dabei, die Position der EZB zu strategischen Initiativen zu entwickeln, die für deren Arbeit relevant sind. Dazu zählen unter anderem das Omnibus-Paket der Europäischen Kommission zur Nachhaltigkeit und Entwicklungen im Zusammenhang mit dem EU-Emissionshandelssystem.

3 Erzielte Fortschritte

Das Kompetenzzentrum Klimawandel und seine Steuerungsstruktur schufen die Grundlage dafür, dass die Klima- und Umweltagenda der EZB schrittweise weiterentwickelt werden kann und Geschäftsbereiche Klima- und Naturrisiken in allen Kerngeschäftsfunktionen der EZB besser entgegenwirken können. Die kontinuierlichen bereichsübergreifenden Bemühungen verschiedener Geschäftsbereiche und die Steuerungsstruktur des Kompetenzzentrums haben es der EZB ermöglicht, erfolgreich mehrere Klimaschutzpläne zu erstellen und umzusetzen und somit ihre selbstgesteckten Klimaschutzverpflichtungen zu erfüllen. Die wichtigsten Errungenschaften dieser Arbeit sind in Tabelle 1 dargestellt. Dort finden sich Beispiele dafür, welche Fortschritte relevante Geschäftsbereiche erzielt haben, um sicherzustellen, dass Klima- und Naturrisiken in der gesamten EZB umfassend berücksichtigt werden. Parallel dazu wird kontinuierlich ein umfangreicher Erfahrungs- und Wissensschatz aufgebaut, um weitere Fortschritte in diese Richtung zu fördern.

Tabelle 1

Zentrale Fortschritte der EZB in Bezug auf Klima- und Naturrisiken

Bereich	Zentrale Fortschritte
Durchführung der Geldpolitik und Finanzmarktoperationen	Risiko unerwarteter klimabezogener Transitionsschocks wurde gemindert, indem Klimafaktoren im Sicherheitenrahmen des Eurosystems für von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebene Vermögenswerte berücksichtigt werden. Umsetzung für marktfähige Vermögenswerte erfolgte 2026, für Kreditforderungen ist Umsetzung für 2027 geplant (EZB, 2026a). Risikobeurteilung wurde durch Anwendung von Klimastresstests (siehe unten) auf die Bilanz des Eurosystems verbessert. Finanzierte Emissionen in den Unternehmensanleihebeständen des Eurosystems und den nicht geldpolitischen Portfolios der EZB (Eigenmittel und Pensionsfonds der EZB) wurden reduziert. Koordinierte und gegenüber dem Vorjahr verbesserte Berichterstattung (EZB, 2026b).
Forschung und Analyse	Makroökonomische Forschung wurde verbessert und Klimarisiken wurden in die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB sowie in verschiedene Umfragen integriert (Ferrando et al., 2023; Köhler-Ulbrich et al., 2025). Auswirkungen von Transitionsmaßnahmen auf Wachstum und Inflation wurden analysiert (Brand et al., 2023; Ferdinandusse et al., 2024). Auswirkungen des physischen Klimawandels auf Wirtschaftsleistung und Inflation wurden untersucht (Parker, 2023). Bedarf an klimafreundlichen Investitionen in der EU und deren Finanzierung wurden beurteilt (Nerlich et al., 2025) und mangelhafter Versicherungsschutz gegen Klimarisiken wurde untersucht (Giuzio et al., 2026).
Szenarios und Stresstests	Stresstests und Szenarioanalysen wurden verbessert, einschließlich zweier Top-down-Stresstests für die Gesamtwirtschaft (EZB, 2021d und 2023). Bilanz des Eurosystems wurde zwei Stresstests unterzogen (Germann et al., 2023). EZB übernahm Vorsitz des Workstream zu Klimaszenarios (einschließlich lang- und kurzfristiger Szenarios) des NGFS und leistete Beitrag zur Einführung von Klimarisiken in den EU-weiten Stresstest (EBA, 2026; siehe auch Website des NGFS zu Szenariogestaltung und -analyse).
Bankenaufsicht	Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber Klima- und Naturrisiken wurde durch das mehrjährige Aufsichtsprogramm verbessert (Elderson, 2025), einschließlich thematischer Überprüfung (EZB, 2022b), Bottom-up-Stresstests, Vor-Ort-Prüfungen und Workshops (EZB, 2022a).
Dateninitiative	Robuste statistische Indikatoren für das ESZB zur Überwachung nachhaltiger Finanzinstrumente, physischer Risiken und CO_2-Emissionen wurden entwickelt. Datenverfügbarkeit, darunter Datenabdeckung, Datengranularität und Datenqualität, wurde weiter verbessert (siehe Website der EZB zu Indikatoren zum Klimawandel).
Interne Abläufe	Ziel zur Verringerung des CO_2-Ausstoßes wurde ausgeweitet, Umweltprogramm erweitert und Beitrag zur fortlaufenden Weiterentwicklung des Umweltmanagementsystems geleistet. CO_2-Emissionen der EZB lagen 2025 46 % unter ihrem Stand von 2019 (siehe Website der EZB zu Umweltschutz bei der Europäischen Zentralbank).
Einbeziehung von Natur- und Umweltaspekten	Durch Abhängigkeitsstudie und Risikobeurteilung wurde besseres Verständnis der Bedeutung von Naturzerstörung für die Wirtschaft und die Banken im Euroraum erzielt (Ceglar et al., 2024 und 2025). Aktualisierte geldpolitische Strategie präzisierte Bedeutung der Naturzerstörung für die Geldpolitik (EZB, 2025a).
Sonstige Initiativen und Kapazitätsaufbau	EZB erzeugte Außenwirkung, indem sie ihre klimabezogene Arbeit in internationalen Foren und EU-Foren vorstellte und Stellungnahmen (z. B. CON/2025/10*) zu Klima- und Umweltrisiken veröffentlichte. EZB nahm an Workstreams des NGFS teil.

Anmerkung: * Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 8. Mai 2025 zu Vorschlägen zur Änderung von Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung und die Sorgfaltspflichten von Unternehmen (CON/2025/10) (ABl. C, C/2025/3667 vom 8.7.2025).

4 Gewährleistung einer flexiblen Reaktion zur Verbesserung der Arbeit und für den Umgang mit neuen Entwicklungen

Die EZB hat ihr Verständnis in Bezug auf Klima- und Naturrisiken vertieft und kann flexibel auf neue Entwicklungen reagieren. Damit stellt sie sicher, dass ihre geldpolitische Analyse und ihre Geldpolitik mit der sich verändernden Risikolandschaft in Bezug auf Klima, Natur und Politik Schritt halten können.

Wenngleich bereits erhebliche Fortschritte erzielt wurden, sind angesichts der zunehmenden wirtschaftlichen Auswirkungen von Klima- und Naturrisiken kontinuierliche Anstrengungen in diesem Bereich erforderlich. Dies macht deutlich, wie wichtig die Umsetzung des Europäischen Klimagesetzes ist. Von entscheidender Bedeutung hierbei sind eine fundierte Forschung und eine objektive, evidenzbasierte Analyse seitens der Zentralbanken und der Forschungsgemeinschaft. In

Zusammenarbeit mit Experten aus der gesamten EZB baut das Kompetenzzentrum Klimawandel seine analytischen Kapazitäten stetig aus. Der Fokus liegt hierbei auf drei Bereichen: a) auf der Gestaltung des Übergangs zu einer klimaneutralen Wirtschaft, b) auf der Bewertung der physischen Klimarisiken und c) auf der Vertiefung der Kenntnisse über naturbezogene Risiken.

Gestaltung des ökologischen Wandels

Die Förderung des ökologischen Wandels und eine geringere Abhängigkeit der EU von fossilen Energieträgern könnten dazu beitragen, eine wichtige Ursache für Inflationsschwankungen sowie für die wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit einzudämmen. Die zunehmende Anfälligkeit der Energiemärkte für geopolitische Schocks verdeutlicht ihre Abhängigkeit von fossilen Energieträgern. Ein nachhaltigerer Energiemix würde der Preisstabilität zugutekommen, die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte in Europa stützen und durch eine Verringerung der CO_2-Emissionen zur Bekämpfung der Erderwärmung beitragen.[6] Aktuell untersucht die EZB, wie sich die Entwicklungen an den Energiemärkten, etwa die erhöhten Preise für Kraftstoffe und Strom, und der ökologische Wandel auf die Wirtschaft und die Finanzstabilität auswirken. Im Einzelnen wurden die Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte, die industrielle Wettbewerbsfähigkeit und die privaten Haushalte erforscht (Kuik et al., 2022; Bijnens et al., 2025; Arlia et al., 2026; Schroeder, 2026). Darüber hinaus untersucht die EZB, wie sich EU-Emissionszertifikate auf die Inflation und die Wirtschaft auswirken (Aguilar et al., 2025). Diese Analysen unterstreichen, welche Bedeutung eine erschwingliche, zuverlässige und CO_2-arme Energieversorgung für die strategische Autonomie der EU und eine stabile wirtschaftliche Entwicklung hat.

Damit der ökologische Wandel erfolgreich vonstattengehen kann und ein langfristiges Wirtschaftswachstum sowie eine sichere Energieversorgung gewährleistet werden können, wird es vor allem darauf ankommen, die in Europa vorhandene Lücke bei klimafreundlichen Investitionen zu schließen. Die EZB beschäftigt sich daher verstärkt mit der Schätzung der Investitionen, die zur Erreichung der EU-Klimaziele erforderlich sind, und mit der Ermittlung von Maßnahmen, um eine entsprechende öffentliche wie private Finanzierung sicherzustellen. Jüngste Untersuchungen gehen davon aus, dass bis 2030 zusätzliche klimafreundliche Investitionen von jährlich rund 3 % des EU-BIP erforderlich sind. Schätzungen zufolge werden rund 20 % bis 25 % des gesamten Bedarfs an klimafreundlichen Investitionen vom öffentlichen Sektor gedeckt, während der Rest mit privatem Kapital finanziert werden muss.[7] Daran zeigt sich, wie wichtig tiefere europäische Kapitalmärkte, angemessene politische Maßnahmen und eine effiziente Kapitalallokation sind (Nerlich et al., 2025). Die Ergebnisse verdeutlichen, dass klimafreundliche Investitionen nicht nur für den ökologischen

6 Siehe Cipollone (2026).

7 Siehe Andersson et al. (2024).

Wandel von zentraler Bedeutung sind, sondern auch für die Produktivität und das Wirtschaftswachstum der Zukunft.

Was die Bankenaufsicht betrifft, sind die anstehenden aufsichtlichen Anforderungen an die Übergangsplanung eine wichtige Voraussetzung für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors. Neben der kontinuierlichen Überwachung der von den Banken erzielten Fortschritte beim Management von Klima- und Naturrisiken verfolgt die Bankenaufsicht bei den neuen aufsichtlichen Anforderungen an die Übergangsplanung einen schrittweisen und gezielten Ansatz (Elderson, 2025). Diese Aufgaben sind Teil der Aufsichtsprioritäten 2026-2028 und ein wichtiger Bestandteil der aufsichtlichen Bemühungen, die Widerstandsfähigkeit des EU-Bankensektors gegenüber Transitionsrisiken zu stärken.[8]

Physische Risiken

Im Jahr 2026 ließen sich einige weiterreichende Folgen von Extremwetterereignissen für Wirtschaft und Gesellschaft beobachten, die über eine Vielzahl von Kanälen wirkten. Anhaltende und wiederholte Hitzewellen und Dürrephasen haben in ganz Europa zu gravierenden Produktivitätsverlusten und landwirtschaftlichen Schäden geführt.[9] Infolge der Dürre sind die Wasserpegel der Flüsse so stark gesunken, dass die Kühlwasserversorgung von Industrieanlagen eingeschränkt und der Flussverkehr beeinträchtigt wurde.[10] Einer Einschätzung des Kiel Instituts für Weltwirtschaft zufolge hatte der niedrige Wasserpegel des Rheins im Juli 2026 zur Folge, dass sich das Wachstum des realen BIP in Deutschland im dritten Quartal um rund 0,2 Prozentpunkte verringerte.[11] Allerdings dürfte die Wirtschaftsleistung gegen Jahresende wieder ansteigen. Zudem haben Waldbrände wie in Spanien und Frankreich Tausende Hektar Land vernichtet, umfangreiche Evakuierungen erforderlich gemacht und zu hohen Sachschäden geführt. Hierdurch mussten viele Unternehmen ihre Geschäftstätigkeit vorübergehend einstellen.

Angesichts der sich häufenden Extremwetterereignisse hat es oberste Priorität, die Datenverfügbarkeit zu verbessern und die Methoden zur Beurteilung physischer Risiken zu verfeinern. Extremwetterereignisse beeinflussen die Wirtschaft über zahlreiche Kanäle und können im Laufe der Zeit zu immer höheren Verlusten führen. Daher ist es schwierig, ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen und Folgen genau abzuschätzen.[12] Weitere Herausforderungen ergeben sich aus kumulierten Effekten. Hierzu zählen die Zerstörung und der Verlust landwirtschaftlicher Flächen, ein geändertes Reiseverhalten, höhere Sterblichkeitsraten, klimabedingte Migration und eine verringerte Arbeitsproduktivität. Es ist unabdingbar, dass die EZB ihren Analyserahmen für die Beurteilung der

8 Siehe EZB (2025b).

9 Siehe Joint Research Centre (2026).

10 So sah sich Rumänien gezwungen, sein einziges Kernkraftwerk herunterzufahren, weil die Donau einen historisch niedrigen Wasserstand hatte. Dies löste einen nationalen Notstand aus.

11 Siehe Kiel Institut (2026).

12 Von 1981 bis 2023 verursachten durch Naturkatastrophen bedingte Extremereignisse in der EU direkte wirtschaftliche Verluste von rund 900 Mrd. €, wobei mehr als ein Fünftel davon in den letzten drei Jahren entstanden (EIOPA-EZB, 2024).

Auswirkungen von Überschwemmungen, Dürren, Hitzewellen und anderen Extremwetterereignissen weiter verbessert (Lane, 2026) und damit ihre Fähigkeit zur objektiven und evidenzbasierten Erforschung dieser Effekte ausbaut.

In vielen Regionen Europas ist die Versicherungslücke sehr groß. Dies führt dazu, dass private Haushalte, Unternehmen und Gesellschaften verwundbarer werden. Eine gemeinsame Analyse der EIOPA und der EZB zeigt, dass derzeit weniger als ein Viertel der durch Naturkatastrophen verursachten Schäden in der EU versichert ist. In einigen Ländern liegt dieser Anteil sogar unter 5 %. Zudem war der Versicherungsschutz zuletzt rückläufig und könnte weiter sinken, sodass sich die Lücke noch vergrößern dürfte. Dies kann die privaten Haushalte, Unternehmen und Regierungen wirtschaftlich zusätzlich belasten (Giuzio et al., 2026) und dazu führen, dass Risiken auf den Bankensektor übertragen werden. Um die Auswirkungen der Versicherungslücke auf die Gesamtwirtschaft, die öffentlichen Haushalte und die Finanzstabilität zu beurteilen, sind weitere Forschungen seitens der EZB und anderer einschlägiger Behörden erforderlich. In Anbetracht der Komplexität und des übergreifenden Charakters dieser Problematik kann es erforderlich sein, ein breiteres Spektrum von Interessenträgern einzubeziehen. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang der gemeinsame Vorschlag von EIOPA und EZB zur Einführung eines öffentlich-privaten Rückversicherungssystems in der EU. Damit sollen Risiken gebündelt und der Versicherungsschutz auf alle Mitgliedstaaten ausgeweitet werden. Zudem sieht der Vorschlag die Einrichtung eines öffentlichen EU-Fonds für Naturkatastrophen vor, um das Risikomanagement und die Koordinierung mit Blick auf Naturkatastrophen zu verbessern (EIOPA-EZB, 2024).

Da der Klimawandel bis zu einem gewissen Grad unabwendbar ist, gewinnen neben den aktuellen Eindämmungsmaßnahmen auch Anpassungsmaßnahmen an den Klimawandel und die Stärkung einer entsprechenden Widerstandsfähigkeit an Bedeutung. Die EZB wird ihr Wissen um die unterstützende Rolle des Finanzsektors bei der Anpassung an den Klimawandel und der Stärkung der Widerstandskraft weiter ausbauen. Zudem wird sie ihre Kenntnisse vertiefen, wie die durch Klimarisiken verursachte Gesamtbelastung der Wirtschaft und des Finanzsystems am wirksamsten reduziert werden kann.

Naturbezogene Risiken

Die Naturzerstörung wird neben dem Klimawandel zunehmend als Gefahr für die Gesamtwirtschaft und den Finanzsektor angesehen. Ihre Auswirkungen auf die Preisstabilität und die Finanzstabilität in Europa könnten erheblich sein. Naturbezogene Risiken können direkte Auswirkungen auf die Wirtschaft haben. So können etwa Wasserknappheit, Bodenerosion und der Verlust von Bestäuberinsekten die landwirtschaftliche Produktivität beeinträchtigen und die Preise für Nahrungsmittel erhöhen. Diese Effekte können sich, auch wenn sie zunächst lokal begrenzt sind, über Lieferketten auf die gesamte Wirtschaft ausbreiten. Die wirtschaftlichen Folgen können sich anschließend in finanziellen Risiken für die Finanzinstitute niederschlagen, die sich aus der Finanzierung betroffener Wirtschaftszweige ergeben. Der Rückgang der Artenvielfalt kann auch

den Klimawandel und die damit verbundenen Risiken verstärken, insbesondere wenn Ökosysteme zerstört werden, die CO_2 speichern oder die Anpassung an den Klimawandel unterstützen; dies verdeutlicht, dass ein integrierter Ansatz zur Bewältigung klima- und naturbedingter Risiken erforderlich ist (Ceglar et al., 2024).

Die EZB stärkt derzeit ihren Analyserahmen, um naturbezogene Risiken zu berücksichtigen und deren Auswirkungen auf das Mandat der EZB besser zu verstehen. Die EZB entwickelt aktuell eine Methodik zur Beurteilung der finanziellen Auswirkungen naturbezogener Risiken. Untersuchungen der EZB zeigen, dass 72 % der Unternehmen im Euroraum in hohem Maße von Ökosystemleistungen abhängig sind und fast 75 % der von Banken gewährten Unternehmenskredite an Unternehmen vergeben werden, die maßgeblich von mindestens einer Ökosystemleistung abhängig sind (Ceglar et al., 2024).[13] Die Erkenntnisse sollen dazu beitragen, nachzuvollziehen, wie sich die Zerstörung von Ökosystemen im Finanzsystem niederschlagen und zu einer Erweiterung der bestehenden Bewertungen von Klimarisiken führen kann. Zu den zentralen Themen künftiger Arbeiten zählen: a) die Verbesserung der Datenverfügbarkeit, b) die Entwicklung naturbezogener Szenarios, c) eine Untersuchung, wie Banken diese Risiken ermitteln und steuern, und d) die Beurteilung möglicher Aufsichtsansätze, gestützt durch die laufende Zusammenarbeit mit dem NGFS.

Risiken im Zusammenhang mit Wasser zählen mittlerweile zu den größten naturbezogenen Risiken für die Wirtschaft in der EU. Wasserökosysteme sind ein kritisches Wirtschaftsgut in Europa. Eine Störung dieser Ökosysteme birgt erhebliche Risiken. Jüngste Untersuchungen haben ergeben, dass extreme Wasserknappheit zu Produktionseinbußen im Euroraum von bis zu 24 % führen könnte (Ceglar et al., 2025). Auch Banken sind hohen Risiken im Zusammenhang mit wasserabhängigen Sektoren ausgesetzt. Der zunehmende Wasserstress könnte die Produktion, die Lieferketten und ganz allgemein die gesamtwirtschaftliche Resilienz beeinträchtigen. Daher arbeiten die EZB und andere Zentralbanken des ESZB gemeinsam an einem Analyserahmen zur Beurteilung der Auswirkungen von zunehmendem Wasserstress auf die Wirtschaft der EU.

[13] Ökosysteme können als Lebensgemeinschaft von Pflanzen und Tieren erachtet werden, die sich einen Lebensraum teilen. Direkte und indirekte Vorteile dieser Ökosysteme werden als Ökosystemleistungen bezeichnet. So dient beispielsweise Süßwasser aus Flüssen, Seen und Stauseen der Trinkwasserversorgung sowie industriellen und landwirtschaftlichen Zwecken. Aus Nutzpflanzen, Nutztieren, Fisch und anderer Biomasse werden Nahrungsmittel, sonstige landwirtschaftliche Erzeugnisse und Energie gewonnen.

5 Schlussbemerkungen

Seit fünf Jahren unterstützt das Kompetenzzentrum Klimawandel die EZB in ihrem Prozess von der Anerkennung von Klima- und Naturrisiken zu deren systematischen Integration in alle relevanten Geschäftsbereiche. In dieser Zeit hat das Kompetenzzentrum in enger Zusammenarbeit mit anderen Geschäftsbereichen den strategischen Klima- und Umweltplan der EZB entwickelt, aus übergeordneten Zielen konkrete institutionelle Maßnahmen entwickelt und die Zusammenarbeit im Eurosystem und auf internationaler Ebene gestärkt. Dies hat dazu beigetragen, dass die EZB ihre Klimaschutzverpflichtungen erfüllen konnte.

Die EZB muss auch in Zukunft auf die sich wandelnden Herausforderungen in Bezug auf Klima- und Naturschutz reagieren können. Der nächste Schritt besteht darin, zu erarbeiten, wie strategische Kontinuität und eine flexible Reaktion auf neu auftretende Risiken kombiniert werden können. Die EZB wird Klima- und Naturrisiken weiterhin in ihre Geldpolitik, Bankenaufsicht, Finanzstabilität und Marktoperationen integrieren. Zugleich wird sich die analytische Arbeit zunehmend auf die Themen konzentrieren, bei denen die Unsicherheit nach wie vor am größten ist und neue Erkenntnisse erforderlich sind, um die geldpolitische Beschlussfassung zu stützen. Insbesondere die drei zuvor erörterten Schwerpunktbereiche – a) die Gestaltung des ökologischen Wandels, b) physische Risiken und c) naturbezogene Risiken – tragen dazu bei, dass sich die EZB auf die Entwicklungen konzentrieren kann, die für ihr Mandat am wichtigsten sind.

Als strategische Koordinierungsstelle und Kompetenzzentrum wird das Kompetenzzentrum Klimawandel weiterhin Hand in Hand mit allen relevanten Geschäftsbereichen der EZB und der Zentralbanken des ESZB zusammenarbeiten. Konkret wird das Kompetenzzentrum auch künftig neue Risiken und politische Prioritäten ermitteln, entsprechende Fachkenntnisse nutzen und die Forschung fördern, um das Verständnis für Klima- und Naturrisiken zu verbessern. Es wird entscheidend darauf ankommen, Konstanz und Reagibilität miteinander zu kombinieren, um sicherzustellen, dass die EZB nicht nur weiterhin auf die sich wandelnden wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des Klimawandels und der Naturzerstörung vorbereitet ist, sondern auch, dass ihre Maßnahmen fest in ihrem Mandat verankert bleiben.

Literaturverzeichnis

Aguilar García, P., Durero, F., Ferdinandusse, M., Kuik, F. und Priftis, R. (2025), Die gesamtwirtschaftlichen Folgen klimapolitischer Maßnahmen im Euroraum, Kasten 2, in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, EZB, Dezember.

Andersson, M., Nerlich, C., Pasqua, C. und Rusinova, D. (2024), Massive investment needs to meet EU green and digital targets, Financial Integration and Structure in the Euro Area 2024, EZB, Juni.

Arlia, D. und Hutchinson, J. (2026), Bestimmungsfaktoren der Strompreise für private Haushalte und energieintensive Branchen und ihre Bedeutung für die Dekarbonisierungsziele der EU, Kasten 2, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2026.

Bijnens, G., Hutchinson, J. und Saint Guilhem, A. (2025), How enduring high energy prices could affect jobs, Der EZB-Blog, 5. Mai.

Brand, C., Coenen, G., Hutchinson, J. und Saint Guilhem, A. (2023), Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft, EZB, Wirtschaftsbericht 5/2023.

Ceglar, A., Jwaideh, M., O'Donnell, E., Danieli, F., Pasqua, C., Hutchinson, J., Cimini, F., Sabuco, J., Alvarez, J., Ranger, N. und Heemskerk, I. (2025), Nature at risk: Implications for the euro area economy and financial stability, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 380, 2. Dezember.

Ceglar, A., Parker, M., Pasqua, C., Boldrini, S., Gabet, M. und van der Zwaag, S. (2024), Die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen von Naturzerstörung und Biodiversitätsverlust, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2024.

Cipollone, P. (2026), The new energy shock: economic scenarios and policy implications, Rede beim Sustainable Development Festival 2026, 6. Mai.

Elderson, F. (2025), Banks have made good progress in managing climate and nature risks – and must continue, Der EZB-Blog, 11. Juli.

Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung und Europäische Zentralbank (2024), Towards a European system for natural catastrophe risk management, 18. Dezember.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde (2026), The EBA launches early consultation on simplified EU-wide stress test, with climate risk integration, Pressemitteilung vom 11. Juni 2026.

Europäische Zentralbank (2021a), EZB errichtet Kompetenzzentrum Klimawandel, Pressemitteilung vom 25. Januar 2021.

Europäische Zentralbank (2021b), Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB (2021), 8. Juli.

Europäische Zentralbank (2021c), EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie, Pressemitteilung vom 8. Juli 2021.

Europäische Zentralbank (2021d), Gesamtwirtschaftlicher Klimastresstest der EZB zeigt: Unternehmen und Banken profitieren von frühzeitiger Einführung klimapolitischer Maßnahmen, Pressemitteilung vom 22. September 2021.

Europäische Zentralbank (2022a), EZB-Bankenaufsicht startet diesjährigen Stresstest zu Klimarisiken, Pressemitteilung vom 27. Januar 2022.

Europäische Zentralbank (2022b), Walking the talk – Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation, November.

Europäische Zentralbank (2023), Gesamtwirtschaftlicher Klimastresstest der EZB zeigt: Eine schnellere grüne Transformation kommt Unternehmen, privaten Haushalten und Banken zugute, Pressemitteilung vom 6. September 2023.

Europäische Zentralbank (2025a), Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB (2025), 30. Juni.

Europäische Zentralbank (2025b), Aufsichtsprioritäten 2026-2028, 18. November.

Europäische Zentralbank (2026a), EZB weitet Anwendung von Klimafaktoren im Sicherheitenrahmen des Eurosystems auf Kreditforderungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aus, Pressemitteilung vom 24. Juli 2026.

Europäische Zentralbank (2026b), Treibhausgasemissionen der Portfolios von EZB und Eurosystem weiterhin rückläufig, Pressemitteilung vom 15. Juni 2026.

Ferdinandusse, M., Kuik, F. und Priftis, R. (2024), Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen klimaschutzbezogener Transitionsmaßnahmen, Kasten 4, EZB, Wirtschaftsbericht 1/2024.

Ferrando, A., Groß, J. und Rariga, J. (2023), Klimawandel, klimafreundliche Unternehmensinvestitionen im Euroraum und deren Finanzierung – Ergebnisse aus der SAFE-Umfrage, Kasten 5, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2023.

Germann, M., Kusmierczyk, P. und Puyo, C. (2023), Ergebnisse des Stresstests 2022 zu Klimarisiken in der Bilanz des Eurosystems, Kasten 6, EZB, Wirtschaftsbericht 2/2023.

Giuzio, M., Rousová, L., Kapadia, S., Kumar, H., Mazzotta, L., Parker, M. und Zafeiris, D. (2026), Climate change, catastrophes, insurance and the macroeconomy, European Economic Review, Bd. 182, Februar.

Joint Research Centre (2026), European agriculture hit hard by exceptionally hot and dry summer, Europäische Kommission, 28. September.

Kiel Institut (2026), Herbstprognose Kiel Institut: Deutsche Wirtschaft überwindet Konjunkturtief – Strukturdefizite bleiben, 3. September.

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

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

Lagarde, C. (2026), Climate, nature and monetary policy, Begrüßungsworte bei der Climate, Nature and Monetary Policy Conference, gemeinsam organisiert von der

EZB, der Frankfurt School of Finance and Management und CETEX, Frankfurt am Main, 5. Mai.

Lane, P. R. (2026), Climate change and monetary policy, Rede bei der Climate, Nature and Monetary Policy Conference, gemeinsam organisiert von der EZB, dem Centre for Economic Transition Expertise und der Frankfurt School of Finance and Management, Frankfurt am Main, 5. Mai.

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

Parker M. (2023), Wie der Klimawandel das Produktionspotenzial beeinflusst, EZB, Wirtschaftsbericht 6/2023.

Schroeder, C. (2026), Employment effects of EU-ETS prices, Working Paper Series der EZB, Nr. 3237.

Work stream on climate change (2021), Climate change and monetary policy in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 271, September.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

Quellen: Eurostat (Spalte 6, 11), BIZ (Spalte 7, 8, 9, 10) und OECD (Spalte 1, 2, 3, 4, 5).
1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.
2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2 Konjunkturentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Insgesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag[1]		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorratsveränderungen[2]	Zusammen	Exporte[1]	Importe[1]
					Zusammen	Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)											
2023	14 801,5	14 291,4	7 862,8	3 107,3	3 245,8	1 653,5	944,6	641,2	75,5	-510,0	7 440,6	6 930,5
2024	15 432,4	14 785,4	8 177,7	3 281,3	3 254,7	1 654,7	948,4	645,5	71,7	-647,0	7 606,6	6 959,6
2025	15 993,3	15 422,3	8 460,5	3 436,1	3 413,1	1 716,8	979,9	710,3	112,7	-571,0	7 772,9	7 201,9
2025 Q3	4 011,3	3 872,3	2 119,8	863,7	856,6	431,7	247,4	175,9	32,2	-138,9	1 940,1	1 801,2
Q4	4 056,1	3 909,9	2 145,2	877,6	866,7	438,6	250,2	176,4	20,4	-146,1	1 955,4	1 809,3
2026 Q1	4 075,3	3 946,2	2 162,2	882,4	872,8	437,9	252,3	181,0	28,9	-129,1	1 968,6	1 839,4
Q2	4 125,8	3 978,0	2 193,5	891,9	882,2	444,9	253,6	182,0	10,5	-147,8	2 086,0	1 938,2
	In % des BIP											
2025	100,0	96,4	52,9	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	0,6	1,0	0,5	1,3	1,7	-	-	0,7	1,2
Q4	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,9	0,7	-0,3	-	-	0,4	0,4
2026 Q1	0,0	0,5	0,0	0,5	-0,1	-1,1	0,5	1,6	-	-	-0,5	0,5
Q2	0,6	-0,3	0,4	0,3	0,0	0,1	-0,4	0,0	-	-	3,5	1,7
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2023	0,4	0,1	0,7	1,1	2,6	1,0	3,1	6,0	-	-	-1,1	-1,9
2024	1,3	1,0	1,6	2,7	-1,7	-2,1	-0,9	-1,6	-	-	1,3	0,7
2025	1,2	2,0	1,4	1,5	2,8	1,2	2,1	8,1	-	-	1,7	3,4
2025 Q3	1,1	1,7	1,2	1,4	2,9	2,0	3,7	4,0	-	-	2,2	3,5
Q4	1,1	1,8	1,3	1,6	2,8	2,5	3,1	3,1	-	-	2,0	3,5
2026 Q1	0,6	1,5	0,9	2,3	0,2	0,4	3,7	-4,7	-	-	-0,1	1,8
Q2	1,2	1,0	1,2	2,0	1,4	0,4	2,1	3,0	-	-	4,1	3,8
	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	0,1	-0,2	-	-
Q4	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
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	0,1	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	0,1	0,4	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,3	0,9	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	0,3	-0,7	-	-
2025 Q3	1,1	1,6	0,6	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,5	-	-
Q4	1,1	1,7	0,7	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,6	-	-
2026 Q1	0,6	1,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,4	-0,8	-	-
Q2	1,2	0,9	0,6	0,4	0,3	0,0	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 (Herstellungspreise)											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	13 391,9	226,1	2 639,5	714,4	2 489,6	704,4	604,1	1 519,3	1 611,6	2 469,6	413,2	1 409,6
2024	13 902,2	234,9	2 643,7	742,6	2 568,7	743,2	637,1	1 582,7	1 690,2	2 623,2	435,8	1 530,2
2025	14 375,0	248,8	2 684,4	776,7	2 640,0	786,0	657,9	1 615,0	1 761,1	2 753,9	451,2	1 618,3
2025 Q3	3 603,2	63,3	665,5	195,5	662,8	197,9	165,4	405,0	443,4	691,1	113,3	408,1
Q4	3 648,8	61,7	678,4	198,3	669,1	200,7	168,3	409,0	448,3	700,9	114,0	407,2
2026 Q1	3 656,2	60,9	670,7	198,3	674,1	201,3	170,4	411,4	451,0	703,9	114,3	419,1
Q2	3 709,9	58,1	692,3	201,1	683,4	205,0	171,1	415,7	455,7	712,4	115,2	415,9
	In % der Wertschöpfung											
2025	100,0	1,7	18,7	5,4	18,4	5,5	4,6	11,2	12,3	19,2	3,1	-
	Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)											
	Veränderung gegen Vorquartal in %											
2025 Q3	0,4	0,6	1,0	0,1	0,2	1,1	0,2	0,0	0,4	0,1	-0,2	-0,1
Q4	0,2	0,4	-0,9	0,5	0,3	1,0	0,7	0,4	0,3	0,5	0,1	0,6
2026 Q1	0,0	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,0	0,3	0,3	0,1	0,0	0,4
Q2	0,8	-0,1	1,7	0,4	0,7	1,0	-0,5	0,4	0,8	0,5	0,5	-0,4
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2023	0,7	-2,4	-1,5	1,5	0,0	7,2	-3,0	2,3	1,7	0,7	3,2	-1,7
2024	1,3	0,7	1,6	-0,5	0,0	2,9	0,7	1,5	1,8	2,0	1,4	1,2
2025	1,2	4,1	0,7	0,6	1,2	4,5	-0,1	0,7	1,4	1,1	0,1	1,9
2025 Q3	1,1	5,2	0,2	0,9	1,4	4,7	-0,1	0,6	1,6	1,0	-0,5	1,5
Q4	1,1	3,7	-0,1	1,4	1,3	4,2	1,0	1,0	1,7	1,0	0,4	0,5
2026 Q1	0,5	1,7	-2,6	0,0	1,1	3,2	0,5	1,2	1,5	1,1	0,2	1,7
Q2	1,3	1,0	1,0	0,2	1,3	3,5	0,5	1,2	1,8	1,2	0,5	0,5
	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	0,0	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	0,1	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	0,1	0,1	-
2024	1,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,4	0,0	-
2025	1,2	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2025 Q3	1,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
Q4	1,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2026 Q1	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,3	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.3 Beschäftigung[1)]

(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	24,4	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	86,0	14,0	3,0	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,9	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	25,0	6,5
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,5	2,0	3,8	0,7	1,8	1,9	1,3	1,7
2024	1,0	1,1	0,5	-1,5	0,1	0,6	1,1	2,0	1,4	0,3	1,0	1,8	1,0
2025	0,7	0,7	1,0	-1,3	-0,4	1,1	0,6	0,2	0,6	2,2	1,1	1,2	1,5
2025 Q3	0,6	0,6	1,1	-1,0	-0,4	1,4	0,4	-0,2	0,6	2,2	1,0	1,1	1,4
Q4	0,7	0,6	1,1	-0,5	-0,4	1,5	0,4	-0,8	0,6	0,6	1,3	1,0	1,4
2026 Q1	0,5	0,4	1,4	-0,6	-0,1	1,7	0,3	-1,7	0,7	0,6	0,9	0,9	0,5
Q2	0,5	0,5	0,6	-1,9	-0,4	1,4	0,5	-1,7	1,4	0,7	0,8	1,2	0,5
Geleistete Arbeitsstunden													
Gewichte in %													
2023	100,0	81,8	18,2	3,9	14,7	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,8	14,5	7,3	25,2	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,1	17,9	3,7	14,4	7,3	25,1	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	2,1	4,0	0,8	1,5	2,2	1,7	2,5
2024	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,4	0,7	1,3	2,5	1,9	0,6	1,5	2,2	1,7
2025	0,2	0,3	-0,1	-2,0	-1,0	0,6	-0,1	-0,1	0,0	1,0	0,7	1,0	1,8
2025 Q3	0,6	0,6	0,8	-1,8	-0,3	1,2	0,3	-0,3	0,1	2,7	1,1	1,2	1,8
Q4	0,5	0,5	0,5	-1,2	-0,5	1,2	-0,1	-0,6	0,5	-1,8	1,3	1,2	1,6
2026 Q1	0,5	0,4	0,8	-1,3	0,1	1,1	0,3	-1,9	0,1	0,0	0,9	1,2	0,5
Q2	0,6	0,6	0,6	-1,8	-0,1	1,7	0,8	-1,7	0,9	0,7	1,2	1,1	-0,5
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2023	0,2	0,4	-0,5	-0,7	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,4	0,8
2024	0,3	0,5	-0,3	0,9	0,3	0,1	0,2	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3	0,6
2025	-0,5	-0,4	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7	-0,3	-0,5	-1,1	-0,4	-0,2	0,4
2025 Q3	0,0	0,0	-0,3	-0,7	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	0,4	0,2	0,1	0,4
Q4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-0,1	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	-2,4	0,0	0,1	0,3
2026 Q1	0,0	0,0	-0,6	-0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,2	-0,6	-0,6	0,0	0,3	0,0
Q2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,3	0,1	-0,5	0,0	0,4	0,0	-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)

	Erwerbspersonen in Mio.	Unterbeschäftigung in % der Erwerbspersonen	Arbeitslosigkeit[1]											Vakanzquote[3]
			Insgesamt		Langzeitarbeitslose in % der Erwerbspersonen[2]	Nach Alter				Nach Geschlecht				
						Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
			In Mio.	In % der Erwerbspersonen		In Mio.	In % der Erwerbspersonen	In Mio.	In % der Erwerbspersonen	In Mio.	In % der Erwerbspersonen	In Mio.	In % der Erwerbspersonen	In % der Stellen insgesamt
	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	173,117	2,9	11,332	6,6	2,4	9,030	5,8	2,302	14,5	5,730	6,2	5,602	6,9	3,0
2024	174,344	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	175,918	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 Q3	175,996	2,8	11,295	6,4	2,0	8,904	5,6	2,391	15,0	5,816	6,2	5,480	6,6	2,1
Q4	176,256	2,8	11,075	6,3	2,0	8,663	5,4	2,412	15,1	5,719	6,1	5,356	6,5	2,2
2026 Q1	176,366	2,8	11,061	6,3	2,0	8,657	5,4	2,404	15,1	5,655	6,0	5,406	6,5	2,3
Q2	176,766	2,8	11,299	6,4	2,0	8,876	5,5	2,423	15,2	5,861	6,2	5,438	6,6	.
2026 März	-	-	11,310	6,4	-	8,877	5,5	2,432	15,3	5,796	6,2	5,514	6,7	-
April	-	-	11,276	6,4	-	8,860	5,5	2,416	15,2	5,800	6,2	5,476	6,6	-
Mai	-	-	11,235	6,4	-	8,812	5,5	2,422	15,2	5,778	6,2	5,456	6,6	-
Juni	-	-	11,318	6,4	-	8,902	5,5	2,416	15,2	5,837	6,2	5,482	6,6	-
Juli	-	-	11,331	6,4	-	8,931	5,6	2,400	15,1	5,814	6,2	5,517	6,7	-
Aug.	-	-	11,357	6,4	-	8,966	5,6	2,391	15,0	5,807	6,2	5,551	6,7	-

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 exterritoriale Organisationen und Körperschaften).

2.5 Konjunkturstatistiken

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

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.6 Meinungsumfragen
(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen	
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2022	117,7	14,3	39,5	.	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	-8,8	77,9	-12,9	-1,5	-6,6	4,9	89,9
2026 Q1	98,0	-7,1	78,0	-13,7	-1,9	-6,3	6,0	89,8
Q2	94,5	-7,5	78,2	-19,0	-3,8	-9,8	3,6	90,0
Q3	97,8	-4,9	78,3	-16,0	-5,1	-6,5	5,6	90,1
2026 Mai	94,3	-7,6	.	-18,9	-4,0	-10,6	3,7	.
Juni	95,6	-7,4	.	-17,7	-4,7	-9,2	4,4	.
Juli	97,1	-5,9	78,3	-15,9	-5,1	-6,9	5,0	90,1
Aug.	98,4	-5,0	.	-15,5	-5,0	-6,3	5,6	.
Sept.	97,9	-3,8	.	-16,5	-5,0	-6,4	6,1	.
Okt.	.	.	.	-17,9	.	.	.	.

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen[2]	Immobilienvermögen	Gewinnquote[3]	Sparquote (brutto)	Schuldenquote[4]	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens[1]		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Bruttowertschöpfung		In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,2	83,8	1,3	1,9	2,8	3,9	1,4	37,3	6,0	68,6	1,8	4,0	0,9
2024	15,1	80,5	2,7	2,3	-8,1	5,6	4,6	35,7	4,4	67,1	2,0	1,1	1,1
2025	14,8	80,6	0,8	2,6	3,3	4,8	4,4	35,4	4,0	65,5	2,2	5,5	1,5
2025 Q3	14,9	80,5	0,5	2,6	4,8	4,7	4,7	35,3	4,0	66,0	2,2	4,1	1,4
Q4	14,8	80,6	0,6	2,6	6,3	4,8	4,4	35,4	4,0	65,5	2,2	0,8	1,5
2026 Q1	14,7	80,4	0,8	2,8	4,4	4,2	3,9	35,2	4,1	65,5	2,2	1,3	1,4
Q2	14,5	80,3	0,0	2,7	3,2	5,1	3,6	35,0	4,0	66,1	2,6	-1,1	1,7

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											Vermögensänderungsbilanz[1]	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen			
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2025 Q3	1 486,1	1 422,1	64,0	710,2	632,0	393,4	364,2	333,4	329,9	49,1	96,1	25,0	22,3
Q4	1 509,5	1 443,8	65,7	711,5	637,1	399,1	352,3	348,5	350,5	50,3	103,8	47,1	24,1
2026 Q1	1 535,3	1 461,2	74,1	714,7	654,9	410,9	372,2	359,1	332,0	50,7	102,0	37,4	26,7
Q2	1 609,0	1 552,0	57,0	786,4	711,0	425,1	391,5	348,0	349,5	49,6	100,0	26,9	14,5
2026 März	513,6	503,1	10,5	239,4	230,2	137,7	124,4	120,2	113,8	16,3	34,8	11,6	4,9
April	534,8	523,2	11,6	261,8	237,2	141,1	129,4	115,1	123,4	16,7	33,2	7,3	4,2
Mai	533,8	517,0	16,8	261,0	237,2	142,3	132,6	114,9	113,7	15,5	33,5	7,8	5,8
Juni	540,5	511,8	28,7	263,5	236,6	141,6	129,6	117,9	112,4	17,4	33,2	11,8	4,4
Juli	537,4	510,2	27,2	262,9	229,0	140,1	127,7	118,1	118,7	16,3	34,8	11,9	5,2
Aug.	533,1	524,4	8,7	258,8	240,5	140,5	127,6	117,4	121,8	16,5	34,5	7,6	6,1
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen													
2026 Aug.	6 219,9	5 969,5	250,3	2 973,9	2 683,5	1 647,4	1 494,2	1 398,5	1 384,3	200,1	407,6	140,5	86,3
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP													
2026 Aug.	38,2	36,7	1,5	18,3	16,5	10,1	9,2	8,6	8,5	1,2	2,5	0,9	0,5

Quelle: EZB.
1) Nicht saisonbereinigt.

2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)[1], Werte und Volumen nach Warengruppen[2]

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
			Insgesamt				Nachrichtlich:	Insgesamt				Nachrichtlich:	
	Ausfuhren	Einfuhren	Insgesamt	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	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	2,2	724,1	339,8	145,8	222,5	600,5	698,9	380,5	121,3	179,0	514,2	64,6
Q4	0,3	0,2	719,4	332,0	145,3	223,5	592,9	695,1	375,5	124,4	176,0	518,6	57,6
2026 Q1	-6,4	-0,4	725,4	342,3	144,5	220,1	589,3	713,1	389,5	128,8	179,0	523,6	64,9
Q2	6,4	11,8	768,1	361,8	157,7	229,5	622,8	777,5	436,1	137,8	187,8	550,3	93,5
2026 März	-5,2	6,8	246,9	117,0	49,4	73,8	198,2	248,7	137,0	44,6	61,8	179,0	26,6
April	4,7	9,9	254,2	122,3	51,0	75,0	204,9	255,1	144,0	45,1	60,9	178,7	32,2
Mai	0,2	10,8	255,9	120,6	51,5	78,1	207,5	262,9	147,8	46,2	63,9	184,5	33,6
Juni	14,6	14,8	258,0	118,9	55,1	76,4	210,5	259,5	144,3	46,5	62,9	187,2	27,7
Juli	8,8	9,1	260,3	122,3	52,7	78,4	211,8	259,0	142,0	46,6	64,0	190,2	27,0
Aug.	9,9	16,7	257,2	.	.	.	205,1	264,0	.	.	.	187,4	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2025 Q3	0,1	2,8	94,5	87,2	95,2	105,5	94,9	102,4	96,6	105,0	112,4	103,3	140,7
Q4	-0,9	2,1	92,2	84,0	92,1	105,5	91,7	102,6	95,6	106,7	111,3	104,3	141,2
2026 Q1	-5,6	1,5	92,1	84,7	92,9	104,3	90,8	102,2	95,2	107,5	112,1	103,8	145,4
Q2	1,4	2,9	94,6	86,9	98,8	105,2	93,8	103,7	97,3	110,5	113,9	105,3	152,1
2026 Febr.	-5,1	1,0	92,7	85,9	93,4	104,8	91,9	102,5	95,9	106,9	110,9	103,8	145,2
März	-4,6	6,6	92,7	85,3	93,4	103,6	89,8	104,3	98,5	111,2	115,3	106,1	151,5
April	1,8	2,9	95,0	88,9	95,2	105,4	93,8	102,9	96,7	110,0	113,0	104,4	147,8
Mai	-5,4	0,2	93,5	85,6	96,7	105,1	92,7	103,7	97,2	110,1	114,1	105,0	160,9
Juni	8,0	5,7	95,4	86,1	104,6	105,0	94,8	104,4	97,9	111,3	114,7	106,5	147,7
Juli	1,0	0,2	95,2	87,2	95,7	107,6	94,4	102,8	96,6	107,2	115,0	105,1	150,2

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 Verbraucherpreisindex[1)]

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)[2)]						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel										
	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 Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,1	0,8	2,0	2,3
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	2,0	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	0,8	0,3	6,3	0,9	3,0	3,2
Q3	103,7	3,3	2,5	3,4	3,2	0,9	0,1	0,3	0,5	4,3	0,7	3,2	3,9
2026 April	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,4	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	0,3	3,2	3,2
Juni	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	-1,8	0,2	2,7	3,3
Juli	103,2	2,9	2,5	2,6	3,3	0,5	0,1	0,0	0,3	2,7	0,3	2,9	3,6
Aug.	103,7	3,2	2,4	3,4	3,0	0,5	0,0	0,5	0,2	2,9	0,2	3,2	3,9
Sept.	104,3	3,8	2,5	4,2	3,2	0,6	0,0	1,0	0,0	4,0	0,3	3,7	4,2

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeit, einschl. Reparaturen und Körperpflege	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie	Insgesamt	Wohnungsmieten				
	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 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
Q3	1,2	0,5	3,1	4,7	1,1	14,5	3,1	2,7	3,6	1,7	3,2	2,9
2026 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.	1,1	0,5	2,7	4,7	1,2	14,3	3,1	2,6	3,4	1,9	2,8	3,0
Sept.	1,3	0,4	4,0	5,8	1,1	18,9	3,0	2,6	3,4	1,3	3,5	3,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe[1]										Baugewerbe[2]	Preise für Wohnimmobilien	Experimenteller Indikator der Preise für gewerbliche Immobilien[3]
	Insgesamt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insgesamt	Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter						
							Zusammen	Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nahrungsmittel				
	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	1,8
2026 Q1	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	4,6	.
Q2	129,9	5,1	5,8	2,7	5,2	2,3	0,7	-1,0	2,1	11,7	3,6	4,0	.
2026 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	2,5	0,4	-1,2	2,3	13,0	-	-	-
Aug.	134,3	8,2	7,0	3,4	6,8	2,6	0,4	-1,2	2,5	21,0	-	-	-

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen sowie EZB-Berechnungen auf der Grundlage von MSCI-Daten und nationalen Quellen (Spalte 13).
1) Nur Inlandsabsatz.
2) Baupreisindex für neue Wohngebäude.
3) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe Experimental data).
Anmerkung: Angaben zum Euroraum in Spalte 13 ohne 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 €)					
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte[1]	Importe[1]		Importgewichtet[2]			Nach Verwendung gewichtet[2]		
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel
	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	5,0	6,3	4,0	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,2	-14,1	-12,3	-14,0	-14,6	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,8	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,7	2,5	3,0	3,7	3,9	3,5
2025	120,3	2,4	2,3	2,0	3,2	2,0	0,5	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q4	121,5	2,5	2,3	2,3	3,4	1,9	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 Q1	122,1	2,4	1,9	2,1	2,4	2,2	0,7	-0,4	82,9	-6,6	-17,1	2,8	-7,9	-14,3	-0,9
Q2	122,8	2,4	2,7	3,0	2,5	3,1	3,9	4,5	109,4	6,4	-5,4	16,6	5,4	-3,0	14,4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	99,8	9,2	6,4	11,5	7,2	4,5	9,8
2026 April	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,7	-7,9	15,9	4,1	-4,1	13,1
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,7	-6,6	18,6	6,0	-3,2	15,9
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,7	-1,5	15,5	6,1	-1,7	14,1
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	82,4	9,8	8,7	10,6	7,6	6,0	9,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	93,7	8,4	4,7	11,4	6,5	3,6	9,3
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	123,5	9,5	6,0	12,4	7,4	3,8	10,9

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und LSEG (London Stock Exchange Group) (Spalte 9).
1) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euroraums.
2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der inländischen Verwendung im Zeitraum 2009-2011.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen
(saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucherpreistrends der vergangenen 12 Monate
	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleistungssektor	Baugewerbe	
	1	2	3	4	5
1999-2022	48,0	50,7	25,8	40,7	68,9
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,2	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	14,0	4,7	48,9
2025 Q4	10,0	17,9	13,6	7,8	48,4
2026 Q1	14,2	18,3	14,6	8,8	46,7
Q2	26,3	27,0	16,3	16,6	56,5
Q3	18,5	22,0	13,8	10,5	55,2
2026 April	29,6	27,6	17,6	19,2	56,5
Mai	26,7	26,9	16,6	17,2	57,4
Juni	22,5	26,6	14,7	13,3	55,5
Juli	18,2	22,5	13,7	9,2	53,8
Aug.	16,9	22,0	14,0	8,5	54,9
Sept.	20,3	21,6	13,6	13,9	56,8

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste[1]
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,6	4,9	4,7	5,5	5,2	4,2	4,5
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	2,9
2025 Q3	116,2	3,5	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	116,2	3,3	3,4	2,8	3,3	3,2	2,6
Q2	128,6	3,1	3,0	3,2	3,0	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	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
Lohnstückkosten												
2023	109,5	6,5	6,9	8,2	4,9	7,6	1,1	10,7	3,1	6,2	5,5	4,1
2024	114,1	4,2	3,7	2,8	5,4	5,3	3,5	5,8	3,1	4,0	4,3	4,6
2025	117,9	3,3	-1,3	2,5	4,6	3,3	-0,3	4,5	4,3	3,5	4,3	4,9
2025 Q3	118,2	3,4	-2,4	3,3	4,4	3,1	-0,4	4,4	5,0	3,2	4,1	6,4
Q4	119,1	3,3	-1,6	3,2	3,4	2,9	-0,9	3,7	3,6	2,8	4,4	4,1
2026 Q1	120,1	3,6	0,8	6,0	5,0	3,1	-0,3	3,9	4,2	3,2	3,3	4,3
Q2	120,5	2,6	0,6	2,2	4,8	2,3	-0,3	4,0	3,3	2,2	3,1	3,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2023	115,1	5,4	5,5	5,8	4,9	5,6	4,4	6,5	3,6	6,0	4,8	5,7
2024	120,2	4,5	6,0	4,4	4,3	4,1	4,3	5,2	4,3	4,7	4,5	5,0
2025	124,9	3,8	4,0	3,6	4,0	3,9	4,1	3,8	2,7	3,9	4,1	3,6
2025 Q3	125,4	4,0	3,8	4,0	3,9	4,1	4,5	3,7	3,3	3,8	4,0	4,3
Q4	126,6	3,7	2,6	3,5	3,4	3,8	4,2	4,1	3,9	3,1	4,4	3,1
2026 Q1	127,5	3,6	3,1	3,3	3,2	3,8	4,6	3,7	4,9	3,8	3,4	4,0
Q2	128,6	3,3	3,6	3,7	3,5	3,2	4,9	3,0	3,7	3,2	3,1	3,2
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2023	105,1	-1,1	-1,3	-2,3	-0,1	-1,9	3,3	-3,8	0,5	-0,2	-0,6	1,5
2024	105,3	0,2	2,2	1,5	-1,1	-1,1	0,8	-0,6	1,2	0,7	0,2	0,3
2025	105,9	0,5	5,4	1,1	-0,5	0,6	4,4	-0,7	-1,5	0,3	-0,1	-1,3
2025 Q3	106,1	0,5	6,3	0,6	-0,5	0,9	4,9	-0,7	-1,6	0,7	-0,1	-1,9
Q4	106,2	0,4	4,2	0,3	0,0	0,8	5,1	0,4	0,3	0,3	0,0	-1,0
2026 Q1	106,1	0,1	2,3	-2,5	-1,7	0,7	4,9	-0,1	0,6	0,6	0,1	-0,3
Q2	106,7	0,7	3,0	1,5	-1,2	0,9	5,3	-0,9	0,4	1,0	0,1	0,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2023	108,7	4,9	5,3	5,6	4,5	5,2	4,3	6,3	3,7	5,4	4,4	4,7
2024	113,0	4,0	4,4	3,9	3,8	3,7	3,9	4,6	3,7	3,9	4,1	4,2
2025	117,8	4,2	3,6	4,2	4,3	4,3	4,5	4,4	4,6	4,4	4,3	3,1
2025 Q3	117,8	4,0	4,1	3,9	4,1	3,8	5,0	4,3	4,5	4,1	3,8	4,1
Q4	118,7	3,8	2,3	3,5	3,8	4,2	4,1	4,2	6,8	3,2	4,2	2,4
2026 Q1	119,8	3,6	4,0	3,1	4,0	3,8	5,0	4,2	5,9	3,6	3,0	3,9
Q2	120,8	3,2	4,1	3,3	3,6	2,8	4,9	3,4	4,3	2,8	3,1	4,1
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2023	99,1	-1,3	-0,6	-2,5	-0,1	-2,0	3,1	-3,8	0,8	-0,5	-1,0	0,7
2024	99,0	-0,1	1,3	1,2	-1,2	-1,3	0,3	-1,2	0,8	0,2	-0,1	-0,3
2025	99,9	1,0	6,2	1,7	-0,1	1,3	4,7	-0,1	-0,4	0,7	0,1	-1,6
2025 Q3	99,8	0,5	7,1	0,6	-0,3	1,0	5,0	-0,2	-2,1	0,5	-0,2	-2,3
Q4	99,7	0,6	4,9	0,4	0,3	1,3	4,9	0,4	2,8	0,4	-0,2	-1,3
2026 Q1	99,8	0,1	3,0	-2,7	-1,1	0,8	5,1	0,5	1,2	0,6	-0,2	-0,3
Q2	100,3	0,6	2,9	1,1	-1,5	0,5	5,2	-0,5	0,4	0,6	0,1	0,9

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 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
Sept.	2,31	2,41	2,64	2,92	3,25	3,76	1,05

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 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
Sept.	2,50	2,96	3,16	3,29	3,58	0,62	0,82	1,32	3,32	3,35	3,53	4,13

Quelle: EZB-Berechnungen.
1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.
2) EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen											
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
Sept.	666,1	6 316,4	1 100,4	230,1	157,0	210,5	448,8	1 252,9	1 471,6	554,3	378,2	824,9	7 669,4	65 048,2

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				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite					
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung		Effektiver Jahreszinssatz[3)]		Mit anfänglicher Zinsbindung				Effektiver Jahreszinssatz[3)]	Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	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	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	16,45	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
	Dez.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,45	6,35	7,25	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	16,52	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,38	3,51	3,23	3,65	3,35
	Febr.	0,26	1,17	1,80	2,24	7,26	16,45	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	16,50	7,02	7,51	8,16	4,12	3,50	3,36	3,52	3,24	3,64	3,35
	April	0,27	1,17	1,88	2,40	7,23	16,47	7,11	7,66	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	16,45	7,18	7,68	8,43	4,38	3,60	3,47	3,66	3,32	3,76	3,48
	Juni	0,28	1,17	2,06	2,55	7,29	16,51	7,20	7,54	8,22	4,36	3,65	3,53	3,67	3,34	3,77	3,51
	Juli	0,28	1,18	2,12	2,58	7,32	16,53	7,45	7,60	8,31	4,48	3,69	3,58	3,74	3,35	3,81	3,54
	Aug. [p]	0,29	1,25	2,16	2,61	7,28	16,54	7,58	7,96	8,59	4,56	3,86	3,60	3,80	3,43	3,91	3,60

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			Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
		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	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	3,63	3,66	4,18	4,88	3,49	3,45	3,60	3,15	3,32	3,55	3,50
	Dez.	0,52	1,94	2,48	3,67	3,64	4,09	4,82	3,52	3,41	3,64	3,30	3,55	3,60	3,57
2026	Jan.	0,52	1,90	2,42	3,67	3,59	4,07	4,71	3,57	3,41	3,71	3,29	3,45	3,59	3,57
	Febr.	0,53	1,90	2,36	3,65	3,65	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,14	3,63	3,51
	März	0,54	1,95	2,52	3,66	3,64	4,30	4,83	3,54	3,52	3,71	3,28	3,52	3,59	3,58
	April	0,54	1,99	2,72	3,69	3,70	4,33	4,85	3,59	3,59	3,82	3,32	3,51	3,68	3,62
	Mai	0,53	2,03	2,61	3,70	3,78	4,47	5,10	3,64	3,74	3,88	3,28	3,58	3,75	3,63
	Juni	0,59	2,20	2,66	3,82	3,91	4,46	5,05	3,72	3,76	3,89	3,55	3,67	3,77	3,79
	Juli	0,61	2,25	2,84	3,86	3,83	4,45	5,02	3,84	3,83	3,93	3,48	3,84	3,84	3,80
	Aug. [p]	0,61	2,25	2,73	3,92	3,93	4,52	5,04	3,90	3,87	3,99	3,34	3,78	3,94	3,77

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]						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten
			Insgesamt	FMKGs						Insgesamt	FMKGs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Kurzfristig													
2023	1 575,5	623,7	165,6	104,5	84,5	701,8	659,1	537,3	242,2	117,9	91,8	48,6	128,5	104,6
2024	1 600,5	581,1	206,3	120,0	71,3	741,8	674,7	517,3	206,2	133,9	105,3	39,9	137,3	110,3
2025	1 626,2	575,5	227,2	141,9	77,7	745,8	662,7	553,9	224,7	152,7	120,8	41,9	134,7	107,8
2026 April	1 679,0	579,1	213,5	119,0	100,4	786,0	700,2	633,4	224,1	173,4	130,3	62,0	173,9	144,9
Mai	1 689,9	580,3	218,9	120,5	96,8	793,8	710,0	588,9	213,4	174,1	125,8	52,6	148,8	123,9
Juni	1 751,1	607,8	237,0	131,0	92,4	813,9	731,1	662,4	246,4	204,3	149,1	54,2	157,5	136,9
Juli	1 725,7	599,7	227,3	115,1	94,7	804,0	728,1	648,5	238,8	196,9	142,4	52,8	159,9	135,6
Aug.	1 736,4	625,1	222,4	109,1	94,9	794,0	722,9	578,0	246,1	172,7	125,1	38,9	120,4	105,8
Sept.	1 730,1	617,8	215,0	98,8	85,5	811,7	744,7	631,2	216,4	191,5	130,3	49,3	174,0	160,7
	Langfristig													
2023	19 435,7	4 452,7	3 268,8	1 429,4	1 531,7	10 182,4	9 443,2	321,8	93,2	68,3	31,0	21,1	139,2	130,7
2024	20 545,5	4 770,3	3 540,6	1 523,9	1 633,5	10 601,0	9 828,9	350,3	89,0	85,7	35,1	26,9	148,6	138,0
2025	21 434,7	4 883,9	3 804,8	1 697,9	1 736,1	11 009,9	10 216,8	384,0	92,2	103,2	45,1	31,0	157,7	146,6
2026 April	21 764,4	4 997,0	3 819,0	1 695,1	1 746,0	11 202,5	10 384,9	437,6	128,6	93,8	38,3	33,8	181,4	170,9
Mai	22 014,8	5 038,7	3 872,7	1 717,2	1 772,5	11 331,0	10 501,7	441,9	113,7	105,8	40,6	45,1	177,2	164,8
Juni	22 299,7	5 115,5	3 893,7	1 729,7	1 795,3	11 495,1	10 648,9	512,7	146,4	116,3	51,6	44,0	206,0	189,1
Juli	22 106,3	5 090,5	3 900,4	1 738,1	1 782,0	11 333,4	10 500,9	387,2	92,8	111,1	37,7	27,4	156,0	149,8
Aug.	22 051,9	5 090,5	3 908,6	1 743,0	1 776,8	11 276,1	10 447,5	282,2	65,4	73,1	30,2	12,5	131,3	127,7
Sept.	21 819,9	5 087,0	3 903,5	1 747,3	1 775,8	11 053,6	10 232,7	445,9	138,8	100,1	36,7	46,7	160,2	143,1

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten				
			Insgesamt	FMKGs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Umlauf										
2023	21 011,2	5 076,4	3 434,4	1 533,9	1 616,2	10 884,2	10 102,3	9 643,3	619,7	1 390,4	7 632,6
2024	22 145,9	5 351,4	3 746,9	1 643,9	1 704,9	11 342,8	10 503,6	10 142,6	749,9	1 579,4	7 812,9
2025	23 060,9	5 459,3	4 032,0	1 839,8	1 813,8	11 755,8	10 879,5	11 690,7	1 309,3	1 843,0	8 538,0
2026 April	23 443,4	5 576,1	4 032,5	1 814,1	1 846,3	11 988,5	11 085,1	11 902,4	1 263,4	1 823,8	8 814,7
Mai	23 704,7	5 619,0	4 091,5	1 837,6	1 869,3	12 124,8	11 211,7	12 287,1	1 322,5	1 834,0	9 130,2
Juni	24 050,8	5 723,3	4 130,7	1 860,7	1 887,7	12 309,0	11 380,0	12 589,4	1 418,7	1 920,2	9 250,0
Juli	23 832,0	5 690,2	4 127,7	1 853,2	1 876,7	12 137,4	11 229,0	12 567,6	1 492,4	1 970,0	9 104,8
Aug.	23 788,3	5 715,6	4 130,9	1 852,1	1 871,6	12 070,1	11 170,4	12 661,4	1 531,8	1 992,7	9 136,5
Sept.	23 549,9	5 704,8	4 118,6	1 846,0	1 861,2	11 865,3	10 977,4	12 397,6	1 488,5	1 926,9	8 981,8
	Wachstumsraten[1]										
2026 Jan.	5,4	3,5	9,8	11,6	4,8	5,0	4,8	0,1	2,3	-1,0	0,1
Febr.	5,4	2,7	9,6	11,4	4,4	5,5	5,5	0,3	2,4	-0,7	0,2
März	5,4	4,9	8,0	8,3	4,8	4,9	4,9	0,1	1,7	-1,5	0,2
April	5,2	3,8	7,9	9,2	3,7	5,2	5,2	0,1	1,8	-1,4	0,2
Mai	5,4	4,5	7,1	7,3	3,9	5,6	5,5	0,2	1,4	-0,9	0,3
Juni	5,3	4,5	6,5	6,2	3,8	5,5	5,5	0,0	1,3	-1,3	0,1
Juli	5,1	4,6	5,8	5,2	4,1	5,2	5,2	0,0	1,4	-1,4	0,1
Aug.	5,2	5,7	5,9	4,3	4,6	4,8	4,9	-0,1	-0,3	-1,3	0,2
Sept.	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 Wechselkurse[1)]

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

	EWK-17						EWK-40	
	Nominal	Real VPI	Real EPI	Real BIP-Deflator	Real LSK/VG	Real LSK/GW	Nominal	Real VPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,9	98,0	89,0	58,4	87,7	122,1	94,3
2024	98,2	94,2	98,3	89,5	56,2	88,6	124,4	94,5
2025	100,4	96,3	100,4	91,8	54,6	91,1	128,3	96,4
2025 Q4	101,9	97,8	101,9	93,4	55,0	92,8	130,7	97,8
2026 Q1	101,4	97,6	101,6	92,9	54,7	92,8	130,3	97,6
Q2	100,8	97,2	101,2	92,1	52,9	92,0	129,7	97,1
Q3	100,1	96,9	100,6	.	.	.	129,2	96,9
2026 April	101,3	97,9	102,3	-	-	-	130,2	97,7
Mai	100,8	97,2	101,2	-	-	-	129,7	97,1
Juni	100,3	96,6	100,1	-	-	-	129,0	96,4
Juli	99,9	96,6	100,3	-	-	-	128,7	96,5
Aug.	100,4	97,2	100,9	-	-	-	129,6	97,2
Sept.	100,0	96,9	100,5	-	-	-	129,2	97,0
Veränderung gegen Vormonat in %								
2026 Sept.	-0,4	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,3	-0,3
Veränderung gegen Vorjahr in %								
2026 Sept.	-2,2	-1,2	-1,6	-	-	-	-1,5	-1,4

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan	Tschechische Krone	Dänische Krone	Ungarischer Forint	Japanischer Yen	Polnischer Zloty	Pfund Sterling	Rumänischer Leu	Schwedische Krone	Schweizer Franken	US-Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 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
Q3	7,756	24,228	7,475	362,533	183,250	4,324	0,856	5,2497	11,101	0,935	1,151
2026 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
Sept.	7,724	24,296	7,475	364,926	180,044	4,345	0,858	5,2633	11,233	0,943	1,151
Veränderung gegen Vormonat in %											
2026 Sept.	-1,1	0,5	0,0	0,4	-2,2	0,8	0,2	0,3	1,9	0,7	-0,7
Veränderung gegen Vorjahr in %											
2026 Sept.	-7,6	-0,2	0,1	-6,8	3,7	2,0	-1,2	3,7	2,1	0,9	-1,9

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 Q3	36 982,7	35 422,0	1 560,7	12 728,4	9 850,7	15 115,0	17 520,8	-10,1	7 527,3	8 050,5	1 622,2	17 013,0
Q4	37 835,1	36 175,0	1 660,1	12 897,6	9 806,0	15 532,5	18 306,5	7,3	7 622,8	8 062,6	1 774,9	17 003,8
2026 Q1	38 512,7	36 627,5	1 885,2	12 928,7	9 849,4	15 622,3	18 364,9	38,2	8 015,4	8 413,1	1 908,1	17 450,9
Q2	40 313,7	38 369,1	1 944,6	13 086,4	9 800,9	17 041,5	19 782,8	11,0	8 419,4	8 785,5	1 755,4	18 049,2
Bestände in % des BIP												
2026 Q2	248,0	236,0	12,0	80,5	60,3	104,8	121,7	0,1	51,8	54,0	10,8	111,0
Transaktionen												
2025 Q3	353,0	273,3	79,7	35,3	22,9	311,9	200,8	-5,7	5,4	49,7	6,2	-
Q4	312,3	225,1	87,2	137,7	-8,3	79,4	195,4	-17,8	104,5	38,0	8,6	-
2026 Q1	612,0	583,8	28,1	78,2	62,4	233,0	294,1	-11,2	306,3	227,4	5,7	-
Q2	708,4	629,3	79,1	108,7	-5,4	222,5	423,0	59,0	315,7	211,7	2,6	-
2026 März	-47,9	-35,1	-12,8	51,0	46,0	-56,1	61,5	18,0	-63,0	-142,7	2,3	-
April	177,1	133,7	43,4	37,6	24,4	46,6	20,8	14,9	81,1	88,6	-3,0	-
Mai	213,2	206,9	6,3	7,7	-18,1	93,5	91,5	15,1	90,6	133,6	6,3	-
Juni	318,1	288,7	29,4	63,5	-11,7	82,5	310,8	29,0	144,0	-10,4	-0,8	-
Juli	57,9	53,5	4,4	21,6	-8,8	53,4	81,3	-6,4	-11,4	-19,0	0,6	-
Aug.	240,1	191,3	48,8	68,0	48,5	61,1	11,9	2,9	107,1	130,9	1,1	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2026 Aug.	2 070,5	1 759,2	311,3	423,6	88,6	797,9	1 105,2	21,7	804,2	565,4	23,2	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2026 Aug.	12,7	10,8	1,9	2,6	0,5	4,9	6,8	0,1	4,9	3,5	0,1	-

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate[1)]

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

		M3											
		M2							M3-M2				Insgesamt
		M1			M2-M1			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		Repogeschäfte	Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Bestände											
2023		1 534,0	8 811,6	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	2 420,0	2 564,8	4 984,7	16 075,2	257,4	855,7	11,8	1 125,0	17 200,2
2025	Q4	1 587,5	9 503,0	11 090,5	2 420,0	2 564,8	4 984,7	16 075,2	257,4	855,7	11,8	1 125,0	17 200,2
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	17 439,2
	Q2	1 609,3	9 715,8	11 325,1	2 516,1	2 576,2	5 092,3	16 417,4	233,4	913,5	48,1	1 195,0	17 612,5
	Q3[(p)]	1 618,4	9 715,3	11 333,7	2 584,9	2 573,3	5 158,2	16 491,9	236,4	927,8	61,1	1 225,3	17 717,3
2026	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	17 449,4
	Mai	1 606,4	9 690,1	11 296,5	2 472,9	2 580,6	5 053,5	16 350,0	213,3	911,4	48,7	1 173,5	17 523,5
	Juni	1 609,3	9 715,8	11 325,1	2 516,1	2 576,2	5 092,3	16 417,4	233,4	913,5	48,1	1 195,0	17 612,5
	Juli	1 612,7	9 679,1	11 291,9	2 569,3	2 573,7	5 143,0	16 434,9	220,0	908,1	52,3	1 180,3	17 615,2
	Aug.	1 616,8	9 679,3	11 296,1	2 578,5	2 575,1	5 153,6	16 449,7	225,9	917,6	54,5	1 197,9	17 647,6
	Sept.[(p)]	1 618,4	9 715,3	11 333,7	2 584,9	2 573,3	5 158,2	16 491,9	236,4	927,8	61,1	1 225,3	17 717,3
		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	474,9	508,0	-123,3	101,4	-21,9	486,1	8,9	-5,2	-13,2	-9,5	476,6
2025	Q4	12,6	139,9	152,5	56,6	21,1	77,7	230,3	-0,3	-34,2	2,3	-32,2	198,1
2026	Q1	7,0	89,9	96,9	-18,4	8,7	-9,7	87,2	-8,4	43,2	29,3	64,1	151,2
	Q2	7,2	24,7	31,9	92,1	2,2	94,3	126,2	13,1	9,7	1,6	24,4	150,6
	Q3[(p)]	9,2	0,6	9,8	66,5	-1,8	64,7	74,5	3,2	11,4	8,8	23,3	97,8
2026	April	0,8	-6,1	-5,3	25,0	5,6	30,6	25,3	-21,8	-1,4	0,9	-22,4	3,0
	Mai	3,5	11,1	14,6	26,7	1,1	27,8	42,4	12,4	9,9	2,1	24,4	66,8
	Juni	2,9	19,7	22,6	40,4	-4,5	35,9	58,5	22,5	1,2	-1,4	22,4	80,8
	Juli	3,5	-34,9	-31,4	54,1	-2,4	51,7	20,3	-13,2	-6,3	1,0	-18,4	1,8
	Aug.	4,1	6,1	10,2	8,5	1,4	10,0	20,2	5,0	8,4	0,5	14,0	34,2
	Sept.[(p)]	1,6	29,4	31,0	3,9	-0,8	3,0	34,0	11,3	9,2	7,2	27,8	61,8
		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	-52,2	-0,8	2,8
2025	Q4	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,2	-0,8	2,8
2026	Q1	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	27,2	4,1	3,2
	Q2	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,4	90,9	4,1	3,3
	Q3[(p)]	2,3	2,7	2,7	8,3	1,2	4,6	3,3	3,2	3,5	349,6	7,1	3,5
2026	April	2,3	4,2	3,9	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,7	3,3	31,6	0,9	2,8
	Mai	2,4	3,9	3,7	-0,2	3,0	1,4	3,0	-3,1	3,4	45,6	3,2	3,0
	Juni	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,4	90,9	4,1	3,3
	Juli	2,4	3,3	3,1	5,6	2,0	3,7	3,3	2,8	2,2	87,5	4,2	3,4
	Aug.	2,5	3,0	2,9	6,6	1,7	4,1	3,3	5,8	3,8	145,0	6,6	3,5
	Sept.[(p)]	2,3	2,7	2,7	8,3	1,2	4,6	3,3	3,2	3,5	349,6	7,1	3,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen[1)]

(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	774,2	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	Q4	3 505,8	2 575,3	774,2	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	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	569,8
	Q3[(p)]	3 677,7	2 646,0	873,0	150,5	8,2	9 181,8	5 584,0	1 212,0	2 385,0	0,9	1 455,0	233,8	561,6
2026	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	9 145,3	5 589,4	1 165,1	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	569,8
	Juli	3 654,3	2 626,4	869,5	151,7	6,7	9 173,1	5 591,5	1 194,8	2 385,9	0,9	1 396,2	238,3	580,1
	Aug.	3 647,0	2 630,0	857,8	152,1	7,1	9 173,3	5 584,7	1 200,8	2 386,8	0,9	1 434,6	242,1	561,8
	Sept.[(p)]	3 677,7	2 646,0	873,0	150,5	8,2	9 181,8	5 584,0	1 212,0	2 385,0	0,9	1 455,0	233,8	561,6
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	86,0	-4,9	3,0
2025	Q4	39,5	38,7	-3,6	4,6	-0,2	81,2	66,4	-2,6	17,2	0,2	87,0	-5,0	14,6
2026	Q1	34,8	26,5	9,0	2,0	-2,8	56,9	52,8	-0,2	5,0	-0,6	-31,7	12,7	-1,0
	Q2	74,3	14,8	55,6	0,9	3,1	33,7	12,1	20,8	0,4	0,4	18,3	-1,3	7,1
	Q3[(p)]	36,2	7,4	29,6	-2,7	1,9	32,9	-7,2	40,1	0,1	-0,1	16,9	-9,2	-8,3
2026	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	5,9	1,4	5,3	-0,9	0,1	-8,6	7,8	10,9
	Juni	33,1	15,3	18,3	-0,6	0,2	2,3	-0,1	6,4	-4,1	0,1	47,7	-2,5	-2,5
	Juli	12,6	-14,0	27,7	-1,6	0,5	24,8	1,7	23,2	0,0	-0,1	-39,7	-4,5	10,3
	Aug.	-7,0	4,4	-12,2	0,4	0,4	0,8	-6,5	6,2	1,0	0,0	41,8	3,9	-18,4
	Sept.[(p)]	30,6	16,9	14,1	-1,6	1,0	7,3	-2,5	10,7	-0,8	-0,1	14,8	-8,7	-0,2
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	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	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
	Q2	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,5
	Q3[(p)]	5,3	3,4	11,6	3,3	33,7	2,3	2,3	5,0	1,0	-18,5	6,6	-1,0	2,4
2026	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	2,5
	Juli	5,3	3,6	10,8	5,1	11,1	2,6	3,4	0,6	1,8	-4,4	4,0	3,8	3,7
	Aug.	4,7	3,3	9,1	5,0	22,5	2,4	2,9	2,2	1,5	-10,4	7,4	3,9	1,0
	Sept.[(p)]	5,3	3,4	11,6	3,3	33,7	2,3	2,3	5,0	1,0	-18,5	6,6	-1,0	2,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Forderungen an Nicht-MFIs im Euroraum[1)]

(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									
						Buchkredite							Schuld-verschrei-bungen	Anteils-rechte und Invest-ment-fondsan-teile (ohne Geldmarkt-fonds)
		Insge-samt	Buch-kredite	Schuld-verschrei-bungen	Insgesamt	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	13 903,8	5 294,8	6 853,2	1 334,8	147,4	1 572,2	1 045,3
2025	Q4	6 294,6	1 020,5	5 247,9	16 247,8	13 630,3	13 903,8	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	14 069,9	5 357,0	6 932,2	1 357,1	152,4	1 571,8	1 050,2
	Q2	6 309,1	1 055,4	5 227,4	16 551,7	13 946,8	14 220,3	5 430,9	6 971,6	1 393,4	150,9	1 524,1	1 080,8
	Q3[(p)]	6 212,1	1 060,9	5 124,6	16 668,1	14 057,5	14 338,4	5 478,2	7 021,7	1 400,1	157,4	1 517,8	1 092,8
2026	April	6 271,1	1 049,0	5 195,8	16 403,9	13 820,3	14 092,4	5 380,5	6 938,0	1 353,6	148,1	1 529,2	1 054,5
	Mai	6 306,2	1 049,2	5 230,7	16 478,6	13 886,2	14 160,0	5 405,2	6 956,4	1 375,2	149,4	1 530,6	1 061,7
	Juni	6 309,1	1 055,4	5 227,4	16 551,7	13 946,8	14 220,3	5 430,9	6 971,6	1 393,4	150,9	1 524,1	1 080,8
	Juli	6 249,9	1 059,1	5 164,3	16 605,5	13 995,2	14 264,0	5 455,3	6 989,9	1 392,3	157,6	1 525,4	1 084,9
	Aug.	6 217,9	1 056,2	5 135,1	16 647,9	14 030,2	14 308,1	5 464,5	7 003,5	1 401,5	160,7	1 524,2	1 093,5
	Sept.[(p)]	6 212,1	1 060,9	5 124,6	16 668,1	14 057,5	14 338,4	5 478,2	7 021,7	1 400,1	157,4	1 517,8	1 092,8
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2023		-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024		-63,7	-1,2	-63,0	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025		49,8	33,4	16,1	455,6	406,1	440,5	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,5	54,0
2025	Q4	10,1	4,7	5,3	182,2	167,1	176,9	57,6	48,5	49,8	11,2	6,0	9,1
2026	Q1	14,5	25,0	-10,5	141,0	136,1	131,4	46,5	56,1	33,0	0,5	0,3	4,6
	Q2	-26,9	7,5	-34,4	118,1	161,2	163,6	76,0	54,2	32,5	-1,5	-50,4	7,3
	Q3[(p)]	-26,2	4,4	-30,9	132,4	118,2	120,3	45,4	51,7	16,2	4,9	-2,0	16,2
2026	April	-40,6	1,2	-41,8	-7,8	37,3	38,6	22,1	19,1	0,3	-4,2	-42,9	-2,2
	Mai	18,8	-0,6	19,4	70,5	67,7	69,8	26,5	19,1	20,8	1,3	-0,5	3,3
	Juni	-5,1	6,8	-12,0	55,3	56,2	55,2	27,4	16,0	11,3	1,4	-7,0	6,2
	Juli	-30,8	2,7	-33,7	62,6	53,3	48,8	24,4	19,6	2,5	6,8	3,5	5,8
	Aug.	-21,9	-2,9	-19,1	46,1	38,3	44,2	10,9	14,6	11,4	1,4	-0,4	8,3
	Sept.[(p)]	26,4	4,5	21,9	23,7	26,6	27,3	10,1	17,5	2,2	-3,3	-5,0	2,1
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	Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026	Q1	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
	Q2	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
	Q3[(p)]	-0,4	4,1	-1,3	3,6	4,3	4,3	4,3	3,1	10,3	11,0	-2,9	3,6
2026	April	-0,4	4,8	-1,4	2,9	3,3	3,4	3,3	2,9	4,9	5,2	-2,3	5,3
	Mai	0,1	3,9	-0,7	3,2	3,7	3,8	3,8	3,0	6,7	5,0	-2,2	5,1
	Juni	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
	Juli	-0,5	4,3	-1,4	3,4	4,1	4,1	4,4	3,1	7,6	11,1	-2,9	4,0
	Aug.	-0,6	3,9	-1,5	3,6	4,4	4,3	4,3	3,1	10,5	12,7	-3,1	3,7
	Sept.[(p)]	-0,4	4,1	-1,3	3,6	4,3	4,3	4,3	3,1	10,3	11,0	-2,9	3,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und 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 Euroraum[1)]

(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		Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	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	777,1	5 403,4	672,8
2025	Q4	5 294,8	5 324,3	949,8	1 122,1	3 222,9	6 853,2	7 111,6	777,1	5 403,4	672,8
2026	Q1	5 357,0	5 383,6	966,3	1 142,1	3 248,6	6 932,2	7 188,2	796,4	5 465,3	670,5
	Q2	5 430,9	5 466,1	983,5	1 160,1	3 287,2	6 971,6	7 224,7	803,9	5 507,7	660,0
	Q3[(p)]	5 478,2	5 518,2	1 002,0	1 178,4	3 297,8	7 021,7	7 276,4	813,5	5 542,4	665,8
2026	April	5 380,5	5 409,1	969,6	1 148,5	3 262,5	6 938,0	7 191,4	798,4	5 480,7	658,9
	Mai	5 405,2	5 442,5	980,6	1 157,7	3 266,9	6 956,4	7 207,8	802,1	5 496,9	657,4
	Juni	5 430,9	5 466,1	983,5	1 160,1	3 287,2	6 971,6	7 224,7	803,9	5 507,7	660,0
	Juli	5 455,3	5 488,6	992,8	1 170,4	3 292,2	6 989,9	7 241,0	807,7	5 521,9	660,4
	Aug.	5 464,5	5 499,9	997,2	1 169,1	3 298,2	7 003,5	7 260,2	810,4	5 531,3	661,8
	Sept.[(p)]	5 478,2	5 518,2	1 002,0	1 178,4	3 297,8	7 021,7	7 276,4	813,5	5 542,4	665,8
						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	31,6	35,5	77,4	187,4	205,0	38,7	148,3	0,4
2025	Q4	57,6	49,4	26,1	-4,1	35,6	48,5	61,7	11,9	34,5	2,1
2026	Q1	46,5	43,7	10,7	19,8	16,0	56,1	52,5	9,4	45,8	0,8
	Q2	76,0	84,5	18,4	19,7	37,9	54,2	51,2	9,5	43,0	1,8
	Q3[(p)]	45,4	46,9	15,5	19,0	10,9	51,7	51,2	11,0	36,7	4,0
2026	April	22,1	23,2	4,4	7,3	10,4	19,1	17,1	3,3	15,7	0,1
	Mai	26,5	34,6	11,7	8,8	5,9	19,1	17,4	4,2	16,4	-1,4
	Juni	27,4	26,7	2,3	3,6	21,6	16,0	16,8	2,0	10,9	3,1
	Juli	24,4	22,2	8,6	10,4	5,4	19,6	17,1	4,4	14,4	0,7
	Aug.	10,9	11,5	2,3	1,6	7,0	14,6	19,0	3,1	9,6	1,9
	Sept.[(p)]	10,1	13,2	4,6	7,1	-1,6	17,5	15,1	3,5	12,6	1,4
						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	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2025	Q4	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,1
2026	Q1	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,2	2,9	0,2
	Q2	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
	Q3[(p)]	4,3	4,2	7,6	4,8	3,1	3,1	3,1	5,4	3,0	1,3
2026	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	6,3	4,7	2,8	3,0	3,1	5,7	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	4,4	4,4	7,3	4,8	3,5	3,1	3,1	5,7	3,0	0,7
	Aug.	4,3	4,2	7,2	4,6	3,4	3,1	3,1	5,5	3,0	1,1
	Sept.[(p)]	4,3	4,2	7,6	4,8	3,1	3,1	3,1	5,4	3,0	1,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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 der MFIs						Forderungen der MFIs			
		Verbindlichkeiten gegenüber Zentralstaaten[2)]	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	8 372,3	1 872,6	131,7	2 621,6	3 746,5	3 240,9	188,4	324,1	235,1
2025	Q4	399,1	8 372,3	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	401,7	8 501,1	1 858,2	136,2	2 733,5	3 773,2	3 505,4	148,9	460,8	289,0
	Q3[(p)]	383,2	8 572,0	1 853,3	137,8	2 779,8	3 801,1	3 646,8	145,5	419,6	282,8
2026	April	426,1	8 517,0	1 849,9	132,9	2 669,3	3 864,9	3 517,4	200,0	386,7	277,0
	Mai	430,8	8 560,0	1 853,4	134,9	2 702,4	3 869,4	3 556,8	172,7	417,1	272,8
	Juni	401,7	8 501,1	1 858,2	136,2	2 733,5	3 773,2	3 505,4	148,9	460,8	289,0
	Juli	400,2	8 501,1	1 863,0	137,2	2 750,8	3 750,0	3 503,5	157,6	457,4	270,0
	Aug.	406,5	8 632,9	1 864,8	138,1	2 758,4	3 871,6	3 653,7	167,5	424,4	277,3
	Sept.[(p)]	383,2	8 572,0	1 853,3	137,8	2 779,8	3 801,1	3 646,8	145,5	419,6	282,8
		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	193,4	33,2	16,3	104,9	39,0	297,5	-130,6	8,6	29,2
2025	Q4	-32,2	108,8	24,0	-0,8	32,9	52,7	83,7	-1,3	-19,3	-3,0
2026	Q1	19,0	45,6	14,3	1,3	21,9	8,1	141,5	-81,2	70,8	21,0
	Q2	-26,1	74,1	-33,0	3,0	74,8	29,3	93,5	13,9	64,5	34,6
	Q3[(p)]	-18,5	84,6	-2,3	1,6	48,4	36,9	85,0	-27,2	-41,2	-3,5
2026	April	-1,7	-14,0	-39,2	-0,3	25,2	0,3	-14,6	50,3	-9,5	22,5
	Mai	4,8	51,4	3,2	2,0	31,9	14,3	48,0	-14,5	30,4	-4,2
	Juni	-29,1	36,7	3,0	1,3	17,7	14,7	60,1	-21,9	43,6	16,2
	Juli	-1,5	35,9	5,4	1,0	23,0	6,5	7,9	-3,5	-3,3	-19,0
	Aug.	6,3	43,7	5,4	0,9	14,1	23,3	45,3	14,7	-33,0	10,1
	Sept.[(p)]	-23,3	5,0	-13,1	-0,4	11,3	7,1	31,8	-38,4	-4,8	5,5
		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	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	-4,5	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
	Q3[(p)]	-12,9	3,8	0,2	3,8	6,9	3,4	-	-	41,5	24,8
2026	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	-4,5	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
	Juli	-1,5	3,5	1,0	3,9	6,7	2,5	-	-	49,6	20,4
	Aug.	-3,7	3,9	1,1	4,3	7,2	3,0	-	-	16,8	16,1
	Sept.[(p)]	-12,9	3,8	0,2	3,8	6,9	3,4	-	-	41,5	24,8

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	-3,4	-3,5	-0,2	-0,1	0,4	-1,7
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,1
2025 Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,2
Q4	-3,0	.	.	.	.	-1,1
2026 Q1	-3,1	.	.	.	.	-1,2
Q2	-3,2	.	.	.	.	-1,3

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Vermögenswirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					Vermögenswirksame Ausgaben
		Insgesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozialbeiträge			Insgesamt	Arbeitnehmerentgelt	Vorleistungen	Zinsausgaben	Sozialausgaben	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46,4	45,6	13,2	12,9	14,5	0,8	49,7	44,5	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,7	44,9	13,0	12,3	14,4	0,9	49,2	43,8	9,7	5,9	1,7	22,1	5,3
2024	46,1	45,3	13,2	12,3	14,6	0,8	49,2	44,2	9,9	5,9	1,9	22,6	5,0
2025	46,7	45,9	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,2
2025 Q3	46,5	45,7	13,2	12,4	15,0	0,7	49,5	44,4	10,0	5,9	1,9	22,8	5,1
Q4	46,7	45,9	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,2
2026 Q1	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,9	44,7	10,0	5,9	1,9	22,9	5,2
Q2	46,8	46,0	13,3	12,4	15,2	0,8	50,1	44,8	10,0	5,9	2,0	23,0	5,2

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Gebietsansässige		Gebietsfremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro-Vorgängerwährungen	Andere Währungen
					Insgesamt	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88,8	2,6	13,1	73,1	52,0	39,2	36,7	8,6	80,2	15,8	28,1	44,8	87,8	0,9
2023	86,3	2,4	12,0	71,9	48,7	35,4	37,6	7,7	78,6	14,8	27,7	43,8	85,5	0,8
2024	86,1	2,1	11,7	72,3	46,2	33,2	40,0	7,6	78,5	14,2	27,9	44,0	85,3	0,8
2025	87,3	2,1	11,8	73,4	44,4	31,2	42,9	7,6	79,6	14,5	28,3	44,5	86,6	0,7
2025 Q3	87,7	2,2	11,7	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,3	2,1	11,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 Q1	88,4	2,2	11,7	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,8	2,1	11,6	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren[1)]

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote[2)]	Primärsaldo	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	-2,5	1,7	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,9	2,6
2024	-0,2	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,7	3,1
2025	1,1	1,1	1,2	0,7	0,5	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-1,1	3,9
2025 Q3	0,9	1,2	1,0	0,6	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-1,2	3,8
Q4	1,1	1,1	1,2	0,7	0,5	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-1,1	3,9
2026 Q1	1,7	1,2	1,5	0,9	0,5	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,0	4,3
Q2	1,5	1,3	1,3	0,5	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	-1,0	4,2

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).
2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen[1)]

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

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

Quelle: EZB.
1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.
2) Ohne Berücksichtigung vorzeitiger Tilgungen sowie künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen.
3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.
4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien	Bulgarien	Deutschland	Estland	Irland	Griechenland	Spanien	Frankreich	Kroatien	Italien	Zypern
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Finanzierungssaldo										
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-1,0	1,6	-2,7	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,2	-2,7	1,5	-1,5	-3,3	-5,4	-1,2	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,6	4,2	1,4	-3,2	-5,8	-2,5	-3,4	4,0
2025	-5,2	-4,0	-2,9	-2,0	1,8	2,0	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,6
2025 Q3	-5,1	-2,9	-2,3	-1,5	1,2	2,6	-3,0	-5,5	-2,6	-3,4	2,9
Q4	-5,2	-4,0	-2,9	-2,0	1,8	2,0	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,6
2026 Q1	-5,3	-5,0	-3,3	-1,9	1,9	1,7	-2,3	-5,0	-3,1	-3,0	3,7
Q2	-5,3	-5,5	-3,7	-2,1	2,0	2,1	-2,5	-5,1	-3,5	-3,0	3,6
	Verschuldung										
2022	103,3	22,4	64,1	19,1	42,8	177,8	109,3	111,4	68,0	138,4	80,0
2023	102,3	22,8	61,8	20,3	42,1	164,0	105,3	109,5	60,5	134,0	69,6
2024	104,0	23,7	61,4	23,5	38,4	153,5	101,4	112,6	56,5	134,3	60,1
2025	108,1	29,9	62,8	24,0	34,8	145,4	100,5	115,7	55,7	136,7	52,3
2025 Q3	107,3	28,4	62,2	22,8	34,5	149,8	103,0	117,3	56,4	137,1	57,2
Q4	108,1	30,0	62,8	24,0	34,8	146,2	100,5	115,7	55,7	136,7	52,3
2026 Q1	109,4	28,6	63,5	25,0	37,0	143,5	101,4	117,7	57,8	138,6	51,5
Q2	110,2	28,7	63,4	26,1	35,3	140,8	101,4	119,1	56,2	139,9	48,5

	Lettland	Litauen	Luxemburg	Malta	Niederlande	Österreich	Portugal	Slowenien	Slowakei	Finnland
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
	Finanzierungssaldo									
2022	-4,8	-0,5	0,3	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,2	-0,7	-0,7	-4,4	-0,3	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-3,0
2024	-1,8	-1,3	0,6	-3,5	-0,7	-4,6	0,7	-0,8	-5,4	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-1,8	-2,1	-1,6	-4,1	0,7	-2,5	-4,4	-3,8
2025 Q3	-2,9	-1,7	-0,9	-4,1	-1,5	-4,7	0,3	-1,5	-4,7	-3,8
Q4	-2,5	-1,8	-1,8	-2,1	-1,6	-4,1	0,7	-2,5	-4,4	-3,8
2026 Q1	-2,0	-1,5	-2,1	-3,1	-1,7	-3,8	0,5	-2,8	-4,3	-4,0
Q2	-2,3	-1,7	-1,3	-3,5	-1,9	-3,6	0,5	-2,9	-4,1	-3,7
	Verschuldung									
2022	44,5	39,4	24,9	50,1	48,4	78,1	111,2	72,7	57,7	74,1
2023	44,5	36,7	24,7	46,9	45,9	77,4	96,9	68,2	55,5	77,2
2024	45,7	37,8	25,9	46,0	44,0	79,0	93,0	66,3	58,9	82,5
2025	46,2	39,3	26,0	46,3	44,7	80,7	89,2	65,1	60,5	88,4
2025 Q3	44,4	40,5	27,0	46,3	42,7	82,7	96,9	67,3	61,4	86,6
Q4	46,2	39,3	26,0	46,3	44,7	80,7	89,2	65,1	60,5	88,4
2026 Q1	46,2	42,1	28,6	45,7	43,8	82,7	90,4	64,1	61,6	89,5
Q2	48,0	43,8	28,2	47,0	43,7	83,6	92,5	64,7	60,6	90,2

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 28. Oktober 2026.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-01-26-054-DE-N (Online-Version)